

332.6  
21y  
p ep

**PRILAKU RETURN DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM  
BANK-BANK REKAP DI BURSA EFEK JAKARTA  
SEHUBUNGAN DENGAN  
PENGUMUMAN PROGRAM REKAPITALISASI**



**TESIS**

**Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Manajemen  
Universitas Diponegoro  
Untuk memenuhi salah satu syarat guna memperoleh  
Derajat Sarjana – S2 Magister Manajemen**

**Oleh :**

**Khairil Ziyadi  
NIM : C4A001064**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
TAHUN 2003**



## *Sertifikat*

Saya, *Khairil Ziyadi*, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada Program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Semarang, 17 Juni 2003

Khairil Ziyadi

UPT-PUSTAK-UNDIP	
No. Daft:	2158 / T / m m L 4
Tgl.	3 Feb 04

## LEMBAR PENGESAHAN

Yang bertanda tangan di bawah ini  
Menyatakan bahwa tesis berjudul

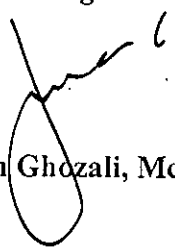
**PRILAKU RETURN DAN VOLUME PERDAGANGAN SAHAM  
BANK-BANK REKAP DI BURSA EFEK JAKARTA SEHUBUNGAN DENGAN  
PENGUMUMAN PROGRAM REKAPITALISASI**

Yang disusun oleh  
Khairil Ziyadi  
NIM. C4A001064

Telah memenuhi syarat dan dipertahankan di depan Dewan Penguji  
pada tanggal 17 Juni 2003  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

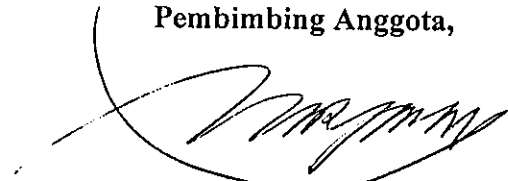
Pembimbing Utama,

DR. Imam Ghozali, Mcom, Ak



Pembimbing Anggota,

Drs. Mulyo Hariyanto, Msi

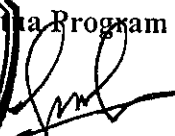


Semarang, Juni 2003

Universitas Diponegoro  
Program Pascasarjana  
Program Studi Magister Manajemen



Prof. Dr. Suyudi Mangunwiharjo

Program  


## ABSTRAC

Banking sector as tip of finance source to domestic industry of Indonesia in 5 (five) years later beaten effect hit by crisis glimpse of Indonesia, the mentioned marked with many banks have liquidity problem effect of negative spread and also of miss management in fund management which finally gnaw bank capital pass minimum boundary of sufficiency of capital (Capital Adequacy Ratio). Culminate from national banking crisis marked with announcement of Banking Restructuring Program by Government at 13 March 1999, which one of them realized with Recapitalization Program to 9 (nine) public bank which is 6 (six) among others represent banks which have Go Public. This research objective to examine behaviour return and stock trading which was in this research refer to abnormal return and stock trade fluctuation through Recapitalization Program announcement.

With use sample 6 (six) bank of Go Public which obliged to accept Governmental taking part in ownership of bank through Recapitalization Program, this research based on *event study* model which used different test (t-test) to examine of hypothesis abnormal return and stock trade fluctuation around announcement day.

Result of examination of hypothesizing indicating that happened influence which is significant to commerce volume and return 6 (six) banks share of Go Public obliged follow in Recapitalization Program, although from perception of day to day proven that the influence not significant at overall of perception day.

## ABSTRAK

Sektor perbankan sebagai ujung tombak sumber pembiayaan bagi industri dalam negeri Indonesia dalam 5 (lima) tahun terakhir terkena imbas krisis yang melanda perekonomian Indonesia, hal tersebut ditandai dengan banyaknya bank mengalami kesulitan likuiditas akibat *negative spread* maupun akibat *miss management* dalam pengelolaan dana yang akhirnya menurunkan permodalan bank sampai melewati batas minimal kecukupan modal (*Capital Adequacy Ratio*). Puncak dari krisis perbankan nasional tersebut ditandai dengan pengumuman Program Restrukturisasi Perbankan oleh Pemerintah tanggal 13 Maret 1999, yang salah satunya diwujudkan dengan Program Rekapitalisasi terhadap 9 (sembilan) bank umum yang 6 (enam) diantaranya merupakan bank-bank yang sudah Go Public. Tujuan penelitian ini adalah untuk meneliti perilaku return dan volume perdagangan saham sehubungan pengumuman program Rekapitalisasi yang dalam penelitian ini ditunjukkan dengan perbedaan abnormal return dan fluktuasi perdagangan saham.

Dengan menggunakan sample 6 (enam) bank Go Public yang wajib menerima keikutsertaan Pemerintah dalam kepemilikan bank melalui Program Rekapitalisasi, penelitian ini dilakukan dalam bentuk *event study* dengan menggunakan uji beda (*t-test*) untuk menguji hipotesis perbedaan abnormal return dan fluktuasi perdagangan saham di sekitar hari pengumuman.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa terjadi perbedaan yang signifikan dari abnormal return dan terjadi fluktuasi volume perdagangan 6 (enam) saham bank-bank Go Public yang diwajibkan ikut dalam Program Rekapitalisasi, walaupun perbedaan tersebut tidak signifikan pada keseluruhan hari pengamatan.

## KATA PENGANTAR

Puji syukur kami panjatkan ke hadirat Allah SWT karena berkat Rahmat-Nyalah kami berhasil menyelesaikan penyusunan tesis ini.

Tesis ini disusun untuk memenuhi salah satu syarat guna memperoleh derajat sarjana S-2 Program Studi Magister Manajemen Program Pascasarjaana Universitas Diponegoro, Semarang.

Atas selesainya penyusunan tesis ini, kami mengucapkan terima kasih kepada :

1. Dr. Imam Ghozali, M.Com., Ak selaku Pembimbing Utama.
2. Drs. Mulyo Hariyanto, Msi selaku Pembimbing Anggota.
3. Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Program Pascasarjana Universitas Diponegoro, Semarang.
4. Segenap dosen pengajar serta karyawan Program Studi Magister Manajemen Program Pascasarjana Universitas Diponegoro, Semarang.
5. Direksi dan Pimpinan Bank Indonesia Semarang yang telah memberi kesempatan kepada kami untuk mengikuti Program Studi Magister Manajemen.
6. Seluruh keluarga dan rekan sejawat yang telah memberikan dorongan moril maupun materil atas keberhasilan penyelesaian tesis ini.

Akhir kata kami berharap agar Tesis ini dapat bermanfaat bagi penelitian dan pengembangan perbankan di masa yang akan datang.

Semarang, 17 Juni 2003



Khairil Ziyadi  
C4A 001064

# DAFTAR ISI

	Halaman
Sertifikat Pernyataan .....	ii
Lembar Pengesahan .....	iii
Abstract .....	iv
Abstrak .....	v
Kata Pengantar .....	vi
Daftar Isi .....	vii
Daftar Tabel .....	ix
Daftar Gambar .....	x
Daftar Lampiran .....	xi
BAB I. PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah .....	1
1.2. Perumusan Masalah .....	4
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian .....	6
BAB II. TELAAH PUSTAKA	
2.1. Pengertian Return Saham .....	7
2.2. Pengukuran Return .....	8
2.3. Teori Abnormal Return .....	10
2.4. Efisiensi Pasar Modal Indonesia .....	11
2.5. Program Rekapitalisasi Perbankan di Indonesia .....	12
2.6. Penelitian Terdahulu .....	21
2.7. Kerangka Pemikiran Teoritis .....	27
2.8. Hipotesis .....	28
2.9. Definisi Operasional Variabel .....	28

### BAB III. METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data .....	30
3.2. Populasi dan Sampling .....	30
3.3. Metode Pengumpulan Data .....	31
3.4. Teknik Analisa .....	31

### BAB IV. GAMBARAN UMUM OBJEK PENELITIAN

4.1. Gambaran Umum Pasar Modal Indonesia .....	38
4.2. Gambaran Singkat Bank Go Publik yang Direkap .....	42

### BAB V. ANALISIS DATA

5.1. Pengujian Terhadap Return Perbedaan Abnormal Return Sebelum dan Setelah Pengumuman Program Rekapitalisasi...	47
5.2. Pengujian Terhadap Volume Perdagangan Saham .....	67

### BAB VI. Kesimpulan dan Saran

5.1. Kesimpulan .....	75
5.2. Saran .....	76
5.3. Keterbatasan Penelitian .....	77

DAFTAR REFERENSI .....	78
------------------------	----



## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1 Jumlah Bank yang Dilikuidasi, Dibekukan, di Take Over dan Diwajibkan Mengikuti Program Rekapitalisasi Periode 1997-2000.....	2
Tabel 4.1 Profil Keuangan Bank Go Public Peserta Program Rekapitalisasi Posisi 31 Desember 1998 (Dalam milyar Rp).....	46
Tabel 5.1 Average Actual Return (AactR) Saham Selama Event Period.....	48
Tabel 5.2 Market Return (MR) Saham Selama Event Period.....	52
Tabel 5.3 Nilai alpha dan beta untuk periode estimasi 6 (enam) hari.....	54
Tabel 5.4 Average Expected Return (AER) Saham Selama Event Period .....	55
Tabel 5.5 Average Abnormal Return (AAR) Saham Selama Event Period .....	57
Tabel 5.6 Cumulative Average Abnormal Return (CAAR) Saham Selama Event Period .....	60
Tabel 5.7 Hasil Pengujian Siginifikansi Abnormal Return Harian.....	66
Tabel 5.8 Average Trade Volume Activity (ATVA) Saham Selama Event Period .....	68
Tabel 5.9 Hasil Pengujian Siginifikansi Abnormal Return Harian.....	74

## DAFTAR GAMBAR

	<b>Halaman</b>
Gambar 5.1. Average Actual Return (AactR) Saham Selama Event Periode.....	51
Gambar 5.2. Market Return (MR) Saham Selama Event Periode.....	53
Gambar 5.3. Average Expected Return (AER) Saham Selama Event Periode.....	55
Gambar 5.4. Average Abnormal Return (AAR) Saham Selama Event Periode.....	59
Gambar 5.5. Cumulative Average Abnormal Return (CAAR) dan Average Abnormal Return (AAR) Saham Selama Event Periode.....	60
Gambar 5.6. Average Trade Volume Activity (ATVA) Saham Selama Event Periode .....	68

## DAFTAR LAMPIRAN

		<b>Halaman</b>
Lampiran A	Data Mentah Perkembangan Return dan Volume Perdagangan Saham .....	80
Lampiran B	Fluktuasi Return dan TVA Secara Individu dan Average Sepanjang Event Periode .....	81
Lampiran C	Hasil Pengolahan Data .....	83
Lampiran D	Hasil Pengujian Secara Simultan Dengan Menggunakan SPSS ....	85
Lampiran E	Hasil Pengujian Secara Day to Day Test Dengan Menggunakan SPSS .....	88

## **BAB I PENDAHULUAN**

### **1.1. Latar Belakang Masalah**

Sektor perbankan sebagai ujung tombak sumber pembiayaan bagi industri dalam negeri Indonesia termasuk sektor yang terkena imbas krisis pertama yang melanda perekonomian Indonesia dalam kurun waktu pertengahan Agustus 1997 sampai dengan akhir 1999. Istilah krisis pertama ini sengaja dipakai karena bila ditinjau dari beberapa indikator utama perekonomian nasional setelah tahun 1999 ternyata belum sepenuhnya pulih seperti neraca pembayaran yang masih defisit terutama neraca barang modal dan jasa, suku bunga yang masih tinggi, tingkat inflasi yang masih diatas dua digit dan tingkat pengangguran yang masih tinggi, maka boleh jadi akan ada krisis moneter tahap berikutnya yang melanda perekonomian Indonesia.

Krisis ekonomi yang ditandai dengan krisis nilai tukar dimaksud menyebabkan besarnya pelarian simpanan (*deposits runs*) masyarakat ke luar negeri. Kondisi ini menyebabkan posisi keuangan dan likuiditas perbankan semakin memburuk. Akibat membengkaknya kerugian yang ditimbulkan karena *mismatch* pengelolaan dana yang dialami perbankan baik dari segi jangka waktu hutang maupun nilai tukar mata uang, maka beban bunga dan hutang luar negeri mendadak menjadi sangat tinggi ketika rupiah menjadi sangat melemah. Selain itu, jumlah kredit bermasalah juga terus meningkat yang diperkirakan dapat mencapai lebih dari 70 persen dari total kredit perbankan akibat suku bunga yang naik tajam dan stagnasi kegiatan ekonomi. Dampak dari kegiatan ini mengakibatkan kegiatan

intermediasi perbankan dan permodalan bank menurun tajam, bahkan menjadi negatif (Halim Alamsyah, 1998).

Krisis ekonomi yang berlangsung sejak pertengahan tahun 1997 tersebut dampaknya sangat mempengaruhi kondisi perbankan di Indonesia. Sejak krisis dimaksud setidaknya sudah 83 bank yang dilikuidasi, dibekukan kegiatan operasinya, diambilalih oleh Pemerintah atau terpaksa mengikuti program penguatan permodalan (Program Rekapitalisasi) dengan perincian sebagai berikut :

**Tabel 1 : Jumlah bank yang dilikuidasi, dibekukan, di take over dan diwajibkan mengikuti program rekap periode 1997-2000**

No.	Keterangan	Jumlah Bank
1.	Dilikuidasi, 1 November 1997	16
2.	Dibekukan kegiatan usahanya, 4 April 1998	7
3.	Dibekukan kegiatan usahanya, 21 Agustus 1998	3
4.	Dibekukan kegiatan usahanya, 13 Maret 1999	38
5.	Diambil alih oleh pemerintah (take over), 13 Maret 1999	7
6.	Diwajibkan mengikuti Program Rekap, 13 Maret 1999)*	9
7.	Dibekukan kegiatan usahanya, 28 Januari 2000	1
8.	Dibekukan kegiatan usahanya, 20 Oktober 2000	2
	<b>Jumlah</b>	<b>83</b>

)\* Jumlah tersebut belum termasuk 12 Bank Pembangunan Daerah (BPD) yang direkap tgl 7 Mei 1999

Sumber : Bank Indonesia

Dari 9 bank rekap yang diumumkan pemerintah pada tanggal 13 Maret 1999 tersebut, 6 diantaranya merupakan bank-bank besar yang telah mencatatkan sahamnya (*listed*) di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yaitu Bank BNI, Bank Niaga, Bank Bali, Bank Lippo, BII dan Bank Universal. Dalam pembahasan selanjutnya bank-bank listed di BEJ yang ikut serta program penyehatan perbankan oleh pemerintah melalui kebijakan rekapitalisasi tersebut diistilahkan dengan *bank go-public rekap (BGPR)*.

Secara sederhana kebijakan rekapitalisasi bisa diartikan sebagai langkah penyehatan bank melalui keikutsertaan Pemerintah Pusat sebagai pemegang saham bank go-publik rekap (BGPR) untuk meningkatkan Capital Adequasi Ratio (CAR) sehingga memenuhi syarat minimal Kewajiban Penyediaan Modal Minimum (KPMM) sebesar 4% dari Aktiva tertimbang Menurut Risiko (ATMR). Selanjutnya dana yang berasal dari setoran Pemerintah Pusat dimaksud ditanamkan sebagai aktiva produktif dalam bentuk obligasi pada sisi asset neraca bank. Pengembalian (return) dari investasi obligasi tersebut diharapkan selanjutnya menjadi tambahan likuiditas bagi bank dalam operasionalnya. Besarnya obligasi Pemerintah yang ditempatkan pada masing-masing BGPR peserta Rekapitalisasi tergantung kepada besarnya kekurangan KPMM mencapai 8 % ATMR.

Sebagai konsekwensi dari Perjanjian Rekapitalisasi yang ditandatangani oleh pemilik dan pengurus BGPR dengan Pemerintah sebagai investor, BGPR harus menyerahkan aktiva produktif (kredit, surat berharga dan aktiva produktif lainnya) kolektibilitas macet kepada Asset Management Unit – Indonesia Bank Restructuring Agency atau yang lebih dikenal dengan AMU-BPPN. Disamping itu dalam perjanjian, bank juga diwajibkan melakukan melakukan program restrukturisasi menyeluruh berupa perumusan visi dan misi, restrukturisasi manajemen, restrukturisasi jaringan kantor, restrukturisasi kegiatan usaha, restrukturisasi keuangan dan rencana bank untuk pada waktu tertentu harus melakukan divestasi terhadap saham Pemerintah yang ditempatkan dalam rangka Rekap.

Program Rekapitalisasi ini tidak bisa dikategorikan secara tegas apakah termasuk peristiwa (*event*) ekonomi karena sifatnya yang insidental dan tidak bisa diperkirakan sebelumnya (*unpredictable*) dan juga tidak bisa dikatakan secara tegas sebagai suatu *event* politik karena relevansinya dengan kelanggengan kekuasaan sulit dibuktikan secara

transparan, yang jelas Program Rekapitalisasi merupakan suatu kebijakan pemerintah (*government policy*).

Sebagai bank yang pemiliknya juga adalah masyarakat, keikutsertaan Pemerintah dalam BGPR dimaksud bisa berarti *positif* (*good news*) bila dilihat sebagai suatu usaha penyelamatan yang dilakukan oleh Pemerintah, namun bisa juga berarti *negatif* (*bad news*) mengingat bank-bank yang direkap identik dengan bank yang tidak sehat. Disamping itu, keikutsertaan Pemerintah bisa juga dipandang sebagai suatu hal yang berlawanan dengan usaha untuk memperbanyak keikutsertaan swasta dalam kepemilikan bank (*deprivatisasi*).

Dilatarbelakangi oleh fakta *deprivatisasi* Pemerintah dalam kepemilikan bank serta kesimpulan beberapa penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa semua kandungan informasi dari event yang terjadi di sekitar pasar modal baik ekonomi maupun politik dapat mempengaruhi pergerakan harga saham, maka seharusnya para investor memberikan reaksi atas kandungan informasi dalam bentuk pengumuman Program Rekapitalisasi oleh Pemerintah tanggal 13 Maret 1999 tersebut. Alasan-alasan tersebut di atas mendorong penulis untuk melakukan studi tentang perbedaan dan fluktuasi (*prilaku*) abnormal return dan volume perdagangan saham BGPR dimaksud sehubungan dengan adanya pengumuman Program Rekapitalisasi tersebut.

## 1.2. Perumusan Masalah

Bank adalah suatu lembaga yang berperan sebagai perantara keuangan antara pihak-pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak-pihak yang memerlukan dana serta juga berfungsi sebagai lembaga yang berfungsi memperlancar lalu lintas pembayaran.

Falsafah yang mendasari kegiatan usaha bank adalah kepercayaan masyarakat. Sebagai lembaga kepercayaan, bank dalam operasinya lebih banyak menggunakan dana masyarakat dibanding modal dari pemilik atau pemegang saham. Oleh karena itu, bank perlu memelihara tingkat kesehatannya. Untuk memelihara tingkat kesehatan bank, pengelola bank dalam melakukan usahanya dituntut untuk senantiasa menjaga keseimbangan antara pemeliharaan likuiditas yang cukup dengan pencapaian rentabilitas yang wajar serta pemenuhan kebutuhan modal yang memadai sesuai dengan jenis penanamannya (Ikatan Akuntan Indonesia, 1994).

Kepercayaan yang diberikan masyarakat tersebut disamping bisa dilihat dari besarnya dana masyarakat yang dititipkan kepada bank, juga bisa dilihat dari besarnya minat masyarakat untuk memiliki saham perbankan. Faktor utama yang membuat seorang investor tertarik memiliki saham perbankan adalah besarnya tingkat keuntungan (return) yang bakal diperoleh, antara lain bisa diukur dengan selisih antara return yang terjadi dengan return yang diharapkan sebelumnya oleh investor atau dikenal dengan istilah *abnormal return* serta volume perdagangan saham yang terjadi. Istilah *prilaku* dalam judul penelitian ini mengacu kepada dua faktor tersebut yaitu abnormal return dan volume perdagangan saham. Indikator utama dari naik atau turunnya minat masyarakat dalam kepemilikan saham perbankan sangat dipengaruhi oleh informasi dari peristiwa yang terjadi di sekitar pasar modal, sehingga fakta adanya Program Rekapitalisasi dimaksud menimbulkan pertanyaan untuk diteliti lebih mendalam seperti :

1. Apakah pengumuman pemerintah mengenai Program Rekapitalisasi menyebabkan terjadinya perbedaan abnormal return saham bank-bank yang wajib mengikuti Program Rekapitalisasi sebelum dan setelah pengumuman.



2. Apakah pengumuman pemerintah mengenai Program Rekapitalisasi menyebabkan terjadinya fluktuasi volume perdagangan saham bank-bank yang wajib mengikuti Program Rekapitalisasi sebelum dan setelah pengumuman.

### **1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian**

Tujuan yang ingin dicapai dari penelitian ini adalah :

1. Untuk menganalisa perbedaan abnormal return saham perbankan yang direkap sehubungan dengan pengumuman pemerintah mengenai Program Rekapitalisasi.
2. Untuk menganalisa volume perdagangan saham perbankan yang direkap sehubungan dengan pengumuman pemerintah mengenai Program Rekapitalisasi.

Adapun kegunaan dari penelitian ini adalah agar dapat menjadi masukan bagi calon investor dalam menyikapi setiap kebijakan pemerintah terhadap perbankan khususnya bank-bank go publik di masa yang akan datang serta masukan bagi otoritas pengawasan perbankan dan pemerintah sendiri pada saat merumuskan kebijakan penyehatan bank di masa yang akan datang.

## BAB II TELAAH PUSTAKA

### 2.1. Pengertian Return Saham

Dalam teori pasar modal, tingkat pengembalian yang diterima oleh seorang investor dari saham yang diperdagangkan di Pasar Modal (saham perusahaan Go Public) biasa diistilahkan dengan *Return*. Return yang diterima oleh seorang investor pasar modal tersebut dapat dibedakan atas dua jenis yaitu *current income (pendapatan lancar)* dan *capital gain (keuntungan selisih harga)*. Current income (keuntungan lancar) adalah keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran bersifat periodik seperti pembayaran bunga deposito, bunga obligasi, dividend dan sebagainya. Disebut sebagai pendapatan lancar maksudnya adalah keuntungan yang diterima biasanya dalam bentuk kas atau setara kas, sehingga dapat diuangkan secara cepat. Misalnya kupon bunga obligasi yang membayar bunga dalam bentuk giro/cek, yang tinggal diuangkan, demikian juga dividen saham, yaitu dibayarkan dalam bentuk saham, yang dikonversi menjadi uang kas dengan cara menjual saham yang diterimanya (Ang,1997).

Komponen kedua dari return adalah capital gain, yaitu keuntungan yang diterima karena adanya selisih harga jual dan harga beli suatu instrumen investasi. Tentunya tidak semua instrumen investasi memberikan komponen return berupa capital gain atau capital loss. Capital gain ini sangat tergantung dari harga pasar instrumen investasi yang bersangkutan, yang berarti bahwa instrumen investasi tersebut harus diperdagangkan di pasar. Karena dengan adanya perdagangan maka akan timbul perubahan nilai suatu instrumen investasi. Investasi yang dapat memberikan capital gain seperti obligasi dan saham,

sedangkan yang tidak memberikan komponen return capital gain seperti sertifikat deposito, tabungan dan sebagainya.

## 2.2. Pengukuran Return

Terdapat banyak teori mengenai penilaian kinerja atau tingkat pengembalian suatu investasi (portofolio). Elton dan Gruber (1995) menyatakan bahwa terdapat dua cara dalam mengukur tingkat return saham, yaitu :

### 1. Melakukan perbandingan langsung (*Direct Comparison*).

Pengukuran dengan cara ini dengan memperbandingkan kinerja suatu portofolio yang biasanya diwakili oleh *mutual fund* terhadap portofolio lain yang mempunyai risiko yang kurang lebih sama, misalnya return portofolio saham dengan return portofolio reksadana.

### 2. Menggunakan parameter tertentu (*one parameter performance measure*)

Merupakan pengukuran yang dengan mempertimbangkan risiko sebagai parameter. Model pengukuran yang sering digunakan dalam bentuk ini adalah *Sharpe Measure*, *Treynor Measure* dan *Jensen Measure* (Ang.1977).

#### a. Sharpe Measure

Pengukuran dengan metode sharpe berdasarkan atas rasio antara *excess return* terhadap standar deviasi. Rasio yang dihitung adalah merupakan kemiringan garis yang menghubungkan portofolio yang berisiko dengan kesempatan investasi bebas risiko ( $R_f$ ), kemiringan garis inilah yang digunakan sebagai *Sharpe Measure* dirumuskan sebagai berikut :

$$(R_p - R_f) / \sigma_p$$

Apabila nilai ukuran Sharpe yang didapat semakin tinggi, ini berarti makin besar kemiringan garis dan makin besar rasio *excess return* terhadap standar deviasi. Dengan demikian portofolio semakin menarik.

b. Treynor Measure

Prinsip pengukuran treynor ini hampir sama dengan yang digunakan pada ukuran Sharpe, bedanya pada *Treynor Measure* digunakan beta ( $\beta$ ) sebagai pembagi yang merupakan risiko sistematis atau juga disebut risiko pasar. Pengukuran dengan metode *Treynor* dirumuskan sebagai berikut :

$$(R_p - R_f) / \beta_p$$

c. Jensen Measure

Metode Jensen melakukan pengukuran berdasarkan atas CAPM, dimana garis SML yang dibentuk akan menghubungkan *return* portofolio ( $R_m$ ) dengan kesempatan investasi bebas risiko ( $R_f$ ). Disini kemiringan SML dinyatakan sebagai  $\{E(R_m) - R_f\}\beta_p$  dan intercept-nya adalah  $R_f$ . Karena beta pasar ( $\beta_p$ ) adalah satu, maka persamaan SML yang menggambarkan *return* yang diharapkan dari suatu portofolio tersebut adalah :

$$E(R_p) = R_f + \beta_p (R_m - R_f)$$

Dalam keadaan ekuilibrium, semua portofolio diharapkan berada pada garis SML. Bila terjadi penyimpangan (pada tingkat risiko yang sama), *return* semua portofolio akan berada dengan *return* pada SML. Perbedaan ini yang disebut sebagai *differential return* yang diperoleh dari nilai *abnormal return*-nya yaitu selisih antara *actual return* lebih besar daripada *expected return*-nya. Dalam melihat perilaku harga saham

sehubungan dengan kebijakan Rekapitalisasi, saham yang nilai *abnormal return*-nya positif dan paling besar dianggap sebagai saham yang menunjukkan perilaku positif dan paling baik sehubungan dengan event Rekapitalisasi.

### 2.3. Abnormal Return

Studi peristiwa (Event Study) menganalisis return tidak normal (*abnormal return*) dari sekuritas yang mungkin terjadi di sekitar peristiwa. Abnormal return dan excess return merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Return normal merupakan return ekspektasi (return yang diharapkan investor). Dengan demikian return tidak normal (*abnormal return*) adalah selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasi dengan mempergunakan rumus sebagai berikut (Jogiyanto, 2000):

$$RTN_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

$RTN_{it}$  = Return tidak normal (*abnormal return*) ke  $i$  pada peristiwa ke  $t$   
 $R_{it}$  = Return sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke  $i$  pada peristiwa ke  $t$   
 $E(R_{it})$  = Return ekspektasi sekuritas ke  $i$  untuk periode peristiwa ke  $t$

Return sesungguhnya merupakan return yang terjadi pada waktu ke  $t$  yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya, sedangkan return ekspektasi merupakan return yang diharapkan (*diestimasi*) dengan menggunakan rumus return ekspektasi tersebut di atas.

### 2.4. Efisiensi Pasar Modal Indonesia

West (Husnan, 1994) membedakan pasar modal efisien menjadi 2 bentuk yaitu *internal efficiency* dan *external efficiency*. *Internal efficiency* adalah pasar modal yang diorganisir dengan baik, dimana harga-harga sekuritas tidak hanya mencerminkan tingkat

harga yang benar, tetapi juga menyediakan berbagai jasa yang diperlukan oleh pembeli dan penjual dengan biaya serendah mungkin. Sedangkan *external efficiency* adalah pasar modal yang berada dalam keseimbangan, sehingga keputusan perdagangan saham yang berdasarkan atas informasi yang tersedia di pasar tidak bisa memberikan tingkat *expected return* di tingkat *expected equilibrium return*. Efisiensi eksternal ini sesuai dengan pengertian efisiensi mikro pasar modal, yaitu suatu kondisi seberapa jauh pasar modal *informationally efficiency* (efisien secara informasional). Definisi ini sesuai dengan definisi yang dikemukakan oleh Fama (1991), bahwa pasar modal efisien adalah pasar yang harga-harga sekuritasnya selalu mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia di pasar.

Kondisi-kondisi yang harus dipenuhi dalam pasar modal efisien, antara lain : tidak ada biaya transaksi dalam perdagangan sekuritas, semua informasi tersedia secara gratis bagi semua partisipan pasar, tersedia banyak pembeli dan penjual yang siap mengakses informasi, serta tidak ada kerjasama antar penawar dalam melakukan transaksi tersebut.

Berdasarkan jenis informasi yang digunakan, Fama (Elton dan Gruber, 1995) mendefinisikan 3 (tiga) bentuk efisiensi pasar modal yaitu :

a. *Weak form efficiency* (efisiensi bentuk lemah)

Suatu keadaan dimana harga-harga mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan di waktu yang lalu. Dalam kondisi ini, harga yang terjadi adalah harga yang wajar dan tidak ada seorang pemodal atau sekelompok pemodal yang dapat memperoleh keuntungan di atas normal (*abnormal return*).

b. *Semi-strong efficiency* (efisiensi bentuk setengah kuat)

Suatu kondisi dimana harga-harga yang terjadi tidak hanya mencerminkan harga-harga di waktu yang lalu, tetapi juga mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa pengumuman *earning* dan deviden, pemecahan saham, merger dan sebagainya. Dalam kondisi ini, harga yang terjadi adalah harga wajar dan tidak ada seorang pemodal atau sekelompok pemodal yang dapat memperoleh keuntungan di atas normal (*abnormal return*) karena dalam kondisi efisien, semua pemodal mampu mengakses informasi secara cepat dan benar. Untuk mengetahui apakah pasar modal berada dalam bentuk setengah kuat, maka perlu dicari *abnormal return* dengan menggunakan model indeks tunggal. Tes ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah para pemodal masih memperoleh abnormal return segera setelah informasi dipublikasikan.

c. *Strong-form efficiency* (efisiensi bentuk kuat)

Suatu kondisi dimana harga saham tidak hanya mencerminkan informasi yang dipublikasikan saja, tetapi juga mencerminkan informasi yang tidak dipublikasikan yang dikenal dengan *insider information*, karena yang mempunyai informasi tersebut adalah pihak yang ada dalam perusahaan. Dari ketiga jenis efisiensi dimaksud pasar modal Indonesia tergolong kedalam efisiensi bentuk setengah kuat (*Semi-strong efficiency*), harga yang terjadi belum mencerminkan sepenuhnya informasi-informasi yang ada.

## 2.5. Program Rekapitalisasi Perbankan di Indonesia.

Pada dasarnya penilaian Tingkat Kesehatan Bank (TKS) merupakan salah satu dari bentuk pengaturan perbankan (Bank Regulation) yang dilakukan di seluruh dunia. Walaupun implementasi dari bentuk regulasi perbankan dimaksud berbeda-beda masing-masing negara, namun pada dasarnya tujuan yang ingin dicapai adalah sama yaitu secara mikro untuk mewujudkan individual bank yang sehat dan secara makro untuk mewujudkan sistem

perbankan yang sehat (Bank Indonesia, 2000). Terdapat minimal lima alasan diperlukannya suatu regulasi bank yang dilakukan Federal Reserve di Amerika Serikat (Koch & Mac Donald, 1999) :

- Menjamin bank-bank dan lembaga-lembaga keuangan tetap aman dan sehat untuk membentuk kepercayaan domestik maupun internasional, melindungi penyimpan dan pembayar pajak serta untuk menjaga kestabilan sistem keuangan.
- Menciptakan kestabilan moneter
- Menciptakan sistem keuangan yang efisien dan kompetitif
- Melindungi konsumen dari penyelewengan melalui lembaga penjamin kredit
- Memelihara sistem pembayaran nasional yang terpadu.

Sama halnya dengan regulasi perbankan itu sendiri, TKS pada awalnya berjalan secara sendiri-sendiri di masing-masing negara tanpa ada suatu pemikiran untuk menuangkan dalam suatu acuan yang seragam, namun seiring dengan makin banyaknya muncul masalah-masalah perbankan internasional, baik yang menyangkut penyelesaian sistem pembayaran, perlindungan nasabah, perizinan dan sebagainya maka sejak tahun 1974 dibentuklah suatu komite oleh 10 negara-negara industri terbuka di dunia (G-10) yang bertugas mengeluarkan suatu pedoman standard aturan perbankan internasional (Principles). Komite dimaksud berkembang dan kemudian dikenal dengan Basel Committee yang difasilitasi dalam bentuk sekretariat dan sarana oleh Bank for International Settlement (BIS) yang berkedudukan di kota Basel, Swiss. Selanjutnya Basel Committee dalam bekerjanya konsentrasi kepada tiga hal yaitu *tukar menukar informasi mengenai regulasi supervisi perbankan nasional, peningkatan supervisi efektifitas teknologi dalam bisnis perbankan dan menetapkan*



*standard-standar tertentu termasuk aspek dalam TKS bank, misalnya Capital Adequasi Ratio (CAR) minimal 8%.*

Pada dasarnya terdapat empat pendekatan yang digunakan dalam menilai sehat atau tidaknya perbankan dalam pengawasan perbankan di dunia, yaitu (Sahajwala & Bergh, 2000):

- a. Sistem pengawasan berdasarkan rating bank (*Supervisory bank rating system*)
- b. Sistem pengawasan berdasarkan analisa ratio keuangan dan kelompok bank (*Financial ratio and peer group analysis system*)
- c. Sistem pengawasan terpadu berdasarkan risiko (*Comprehensive bank risk assessment system*)
- d. Sistem pengawasan berdasarkan model statistik (*Statistical models*)

Keempat pendekatan dimaksud walaupun sama-sama menggunakan 6 (enam) aspek penekanan dalam pelaksanaannya yaitu penilaian terhadap kondisi keuangan yang sedang terjadi (*Assessment of current financial condition*), peramalan kondisi keuangan di masa yang akan datang (*Forecasting future financial condition*), penggunaan analisis kuantitatif dan prosedur statistik (*Use of quantitatif analysis and statistical procedures*), penilaian yang memasukkan aspek kualitatif (*Inclusion of qualitative assessments*), penekanan khusus kepada kategori risiko (*Specific focus on risk categories*) dan berhubungan dengan tindakan pengawasan yang resmi (*Link with formal supervisory action*), namun dari segi signifikansi terhadap enam aspek tersebut, empat pendekatan di atas berbeda dalam pelaksanaannya sebagai berikut :

Tabel 2.1.  
Empat Pendekatan Penilaian Tingkat Kesehatan Bank

	Assessment of current financial condition	Forecasting Future financial condition	Use of quantitative analysis and statistical procedures	Inclusion of qualitative assessments	Specific focus on risk categories	Link with formal supervisory action
Supervisory ratings						
– on –site	***	*	*	***	*	***
– off site	***	*	**	**	**	*
Financial ratio and peer group analysis	***	**	**	**	***	***
Comprehensive bank risk assessment system	***	**	**	**	***	***
Statistical models	**	***	***	*	**	*

\* not significant  
 \*\* significant  
 \*\*\* very significant

Dari empat pendekatan dimaksud Supervisory ratings yang paling banyak digunakan dan Supervisory Ratings merupakan dasar pengembangan dari tiga pendekatan lain. Supervisory ratings pada intinya merupakan kegiatan pengawasan bank berdasarkan 2 (dua) aktivitas yaitu pengawasan secara langsung melalui pemeriksaan (examination) ke tiap-tiap bank yang dikenal dengan istilah on-site supervision dan pengawasan secara tidak langsung yang dikenal dengan istilah off site supervision. Ciri utama dari supervisory ratings adalah menggunakan rating tertentu terhadap 5 (lima) aspek yang dinilai dari aktivitas operasional dan kinerja dari bank yang dikenal dengan *CAMELS* (*Capital*, *Asset Quality*, *Management*, *Earnings*, dan *Liquidity*). Pada kurun waktu 1980-1995 di AS aspek penilaian CAMEL yang digunakan waktu itu oleh otoritas dalam pengawasan bank mencerminkan kinerja keuangan, kondisi keuangan, tingkat kesehatan operasional dan kepatuhan bank terhadap regulasi yang

dibuat untuk lembaga perbankan. Setelah tahun 1996 untuk membuat sistem rating lebih focus kepada risiko ditambahkan aspek yang keenam (komponen S) yaitu Sensitivity to market risk, sehingga sistem rating tersebut kemudian dikenal sebagai CAMELS Rating System.

Selanjutnya pengembangan 6 (enam) aspek dari CAMELS tersebut menjadi suatu rating dilakukan melalui pengukuran rasio-rasio tertentu dari keenam aspek yang dinilai yang kemudian dikonversi menjadi 5 (lima) skala rating (rating scale) yaitu range 1,0-1,4 = strong; 1,6-2,4 = satisfactory; 2,6-3,4 = fair (watch category); 3,5-4,4 = marginal (some risk of failure); 4,6-5,0 = Unsatisfactory (high degree of failure evident).

Pendekatan yang digunakan dalam tugas pengawasan perbankan yang dilakukan oleh Bank Indonesia dapat dikategorikan sebagai supervisory ratings. Antara lain tandatandanya adalah sebagai berikut :

- a. Produk akhir dari penilaian TKS bank menghasilkan pengelompokan seluruh bank ke dalam skala rating yang diwakili empat predikat yang berbeda yaitu Sehat, Cukup Sehat, Kurang Sehat dan Tidak Sehat. Predikat tersebut merupakan sebutan kualitatif dari penilaian kuantitatif yang dilambangkan dengan nilai kredit sesuai dengan kelompok predikat yaitu *Sehat* (81-100), *Cukup Sehat* (66 - <81), *Kurang Sehat* (51 - <66) dan *Tidak Sehat* (0 - <51). Nilai kredit itu sendiri didapatkan dari nilai rasio-rasio keuangan yang merupakan parameter pengukur dari aspek CAMEL.
- b. Penilaian masih berfokus kepada kondisi keuangan yang sudah terjadi ( current financial condition), sementara aspek forecasting mengenai kondisi keuangan yang akan terjadi di masa yang akan datang tidak significant.

- c. Masih memungkinkan penilaian TKS yang dilakukan menyertakan faktor judgement yang merupakan penilaian kualitatif terutama dari hasil pemeriksaan (on-site supervision).
- d. Faktor risiko yang diperhitungkan dalam penilaian TKS masih sangat kecil, yaitu dalam bentuk beberapa indikator manajemen risiko dalam penilaian aspek manajemen.

Pada awalnya banyak pendapat yang beredar mengenai kegunaan dari modal bank. Pendapat tersebut antara lain datang dari industri keuangan tradisional yang menganggap modal merupakan back up untuk mengatasi kerugian operasional ataupun non operasional dari bank. Sementara dari segi pandangan lembaga pengaturan dan pengawasan perbankan, modal lebih berfungsi sebagai jaminan pembayaran simpanan masyarakat bila suatu saat bank mengalami kesulitan keuangan yang parah. Jika suatu bank jatuh pailit, regulator perbankan bisa mempertimbangkan untuk membayar dana masyarakat atau menjual bank yang pailit tadi kepada bank sehat (Koch & MacDonald, 1999). Dengan demikian fungsi dari modal adalah untuk mengurangi risiko bank. Fungsi tersebut didasari oleh tiga hal yaitu :

- a. Modal menyediakan suatu bantalan bagi bank untuk menyerap kerugian agar tetap sehat.
- b. Modal menyediakan akses yang cepat ke pasar uang, sehingga menjadi pengaman bila bank mengalami kesulitan likuiditas yang disebabkan penarikan dana masyarakat oleh nasabah penyimpan.
- c. Modal berfungsi sebagai batasan pertumbuhan atau limit dari risiko yang diambil pengelola bank.

Koch & MacDonald menjelaskan kenapa modal begitu penting sehingga dikatakan sebagai suatu bantalan pada suatu bank, dengan membandingkan struktur dari neraca perusahaan non bank seperti perusahaan industri misalnya dengan neraca suatu bank. Dalam neraca industri tersebut komposisi asset yang terdiri dari 60% aktiva lancar dan 40% aktiva

tetap dibiayai dengan 60% hutang dan 40% modal pemilik, kenyataannya setengah dari hutang dimaksud merupakan hutang jangka pendek, sehingga current ratio dimaksud sama dengan 2 (200%). Sementara pada suatu bank lazimnya assetnya dibiayai 92% dari hutang dan hanya 8% yang berasal dari modal, sehingga current ratio-nya kurang dari 1 atau <100%. Pertanyaannya sekarang adalah kenapa dengan sedemikian rendahnya current ratio bank, para kreditur masih tertarik menanamkan dananya di perbankan. Alasan pertama bahwa terhadap pertanyaan tersebut adalah bahwa dari struktur neraca bank tergambar bahwa risiko operasional dari bank kecil karena aktiva tetapnya yang rendah.

Terdapat beberapa faktor yang mengharuskan bank mempunyai modal yang lebih besar yaitu :

- Nilai pasar dari asset bank sangat mudah berubah (*more volatile*) dibanding nilai pasar dari asset perusahaan industri. Nilai pasar berubah setiap tingkat suku bunga berubah atau setiap debitur mengalami kesulitan. Sementara perusahaan industri memiliki asset keuangan (*financial assets*) yang lebih sedikit dan tidak sensitif terhadap fluktuasi suku bunga seperti halnya asset bank.
- Tingkat ketergantungan bank kepada sumber dana yang sangat mudah berubah dalam bentuk kewajiban jangka pendek, yang sebagian diantaranya sewaktu-waktu dapat ditarik kembali sehubungan permintaan si pemilik dana. Hal dimaksud dapat menjadi alasan yang masuk akal kenapa bank-bank dituntut untuk mencairkan assetnya secara relatif sesuai dengan penurunan nilainya. Pada sisi positifnya, bagaimanapun juga kebanyakan dari asset-asset bank adalah berbentuk uang dan karenanya secara umum lebih likuid dan risikonya lebih kecil dibanding asset-asset yang dimiliki perusahaan non keuangan. Selain daripada itu sering lebih mudah untuk menjual persediaan

surat-surat berharga dan kredit dengan kualitas baik dibanding menjual pabrik perakitan mobil.

Pentingnya kecukupan modal diterangkan secara luas di Amerika Serikat oleh lembaga penjamin simpanan (*Federal Deposit Insurance*) dan dalam kebijakan pengaturan perbankan. Dana-dana simpanan di setiap lembaga perbankan dijamin sampai dengan \$100,000. Jika suatu bank bangkrut simpanan yang dijamin tersebut akan dibayarkan secara penuh. Sistem ini untuk melindungi penarikan dalam jumlah yang besar dari deposito-deposito dengan pecahan kecil sekaligus menyediakan lembaga arbitrase bagi kreditur yang tidak dijamin terhadap risiko bank. Tidak kalah pentingnya, lembaga pengaturan bank (*bank regulators*) secara *de facto* juga menyediakan jaminan bagi kreditur-kreditur besar pada lembaga-lembaga keuangan terbesar. Dengan kondisi demikian terhadap bank-bank yang jatuh (*fail*), regulators merancang suatu alternative merger ataupun akuisisi untuk menjaga agar bank dimaksud tetap beroperasi tanpa harus mengalami likuidasi.

Sehubungan dengan vitalnya peranan modal bagi suatu bank seperti dimaksud di atas, maka sejak tahun 1988 BIS memutuskan standar minimal dari modal bank terhadap aktiva tertimbang berdasarkan risiko adalah 8% (Krahn & Weber, 2001). Saat ini dalam perkembangannya belum semua negara di dunia mampu mengaplikasikan modal minimal 8%, namun disisi lain tengah disusun suatu proposal penyediaan modal minimal yang diperhitungkan terhadap lebih banyak lagi risiko asset.

Kriteria bank yang dapat ditutup atau mengikuti program rekapitalisasi diatur dalam Keputusan Bersama Menteri Keuangan Republik Indonesia dan Gubernur Bank Indonesia No. 53/KMK.017/1999 dan 31/12/KEP/GBI tanggal 8 Februari 1999 tentang pelaksanaan Program Rekapitalisasi Bank Umum. Sesuai dengan namanya yang menjadi acuan dari

keikutsertaan bank dalam program rekapitalisasi dimaksud adalah kecukupan modal (Capital Adequacy), yang disesuaikan dengan keadaan perekonomian Indonesia yang sedang krisis, sehingga modal minimal yang menjadi acuan adalah 4% bukan 8%. Dalam keputusan tersebut diatur bahwa dalam rangka Program Rekapitalisasi terhadap bank umum dilakukan pemeriksaan menyeluruh (*due diligence*). Berdasarkan hasil *due diligence* dimaksud bank umum digolongkan dalam 3 kategori, yaitu kategori A bank dengan  $CAR \geq 4\%$ , kategori B bank dengan  $CAR < 4\%$  sampai dengan minus 25% dan kategori C dengan CAR lebih kecil dari -25%. Selanjutnya bagi pemegang saham bank yang berkategori B dan C diminta untuk menambah modal mencapai CAR 4% dalam waktu 1 (satu) bulan. Apabila tidak disanggupi maka bank kategori C dibekukan kegiatan usahanya dan bagi bank kategori B diikutkan dalam Program Rekapitalisasi.

Program Rekapitalisasi dimaksud dilaksanakan melalui komitmen pemegang saham bank yang lama dengan Pemerintah sebagai investor baru untuk bersama-sama melakukan perbaikan terhadap kondisi bank sampai bank bisa mencapai predikat sehat dan memenuhi kriteria indikator minimal (*benchmark*) yang bisa dikategorikan sehat sesuai dengan *25 Core Principles* yang dikeluarkan BIS untuk akhir 2001. Benchmark dimaksud antara lain pemenuhan CAR minimal 8%, Return on Equity (ROE) minimal 15%, Cost Efficiency Ratio (CER) maksimal 65% dan Non Performance Loans (NPL) maksimal 5%. Setelah pencapaian benchmark, bank kemudian diwajibkan melakukan pengurangan kepemilikan saham Pemerintah dengan menjual seluruh *share* Pemerintah dimaksud kepada pihak swasta diluar pemegang saham lama (*divestasi*).

Program Restrukturisasi menyeluruh yang dilakukan bank harus telah selesai dilakukan oleh bank paling lambat 1 (satu) tahun sejak Perjanjian Rekapitalisasi ditandatangani. Aspek utama dari Program Restrukturisasi dapat diuraikan sebagai berikut :

- Perumusan visi dan misi ; sebagai dasar dalam penyusunan rencana jangka pendek dan jangka panjang dari aktivitas bank ke depan.
- Restrukturisasi manajemen ; kewajiban bank pengurus bank (komisaris dan direksi) untuk lolos Uji Kelayakan dan Kepatutan (Fit and Proper Test) yang dilakukan oleh Bank Indonesia.
- Restrukturisasi jaringan kantor ; kewajiban bank menata jaringan kantornya agar lebih efektif dan efisien dalam mencapai visi dan misi maupun rencana jangka pendek perusahaan.
- Restrukturisasi kegiatan usaha ; kewajiban bank untuk memfokuskan usaha kepada sektor retail atau corporate dan merumuskan produk-produk perbankan yang dikeluarkan untuk mencapai fokus kegiatan usaha tersebut.
- Restrukturisasi Keuangan ; dituangkan dalam Rencana Bisnis (Business Plan) tiga tahunan. Business Plan dimaksud minimal memuat benchmark rasio-rasio keuangan yang akan dicapai setiap akhir tahun kedepan setelah Perjanjian Rekap serta langkah-langkah yang akan ditempuh bank untuk mewujudkannya. Untuk menilai kelayakan Business Plan yang disusun bank dilakukan uji kepantasan (Stress Test) oleh Bank Indonesia.



## 2.6 Penelitian Terdahulu

Disamping faktor ekonomi makro pergerakan harga saham terbukti juga bisa dipengaruhi oleh peristiwa-peristiwa di sekitar pasar modal. Penelitian terhadap dampak terjadinya suatu peristiwa terhadap aktivitas pasar modal pada umumnya disebut dengan "*Event Study*", diantaranya yang terkenal adalah event study yang dilakukan oleh (Peterson, 1989) dan (Kritzman, 1994), keduanya mengamati pergerakan saham di pasar modal untuk mengetahui ada atau tidaknya abnormal return yang diakibatkan peristiwa (*event*) tertentu. Dari beberapa penelitian yang pernah dilakukan di Indonesia maupun di luar negeri diketahui bahwa peristiwa-peristiwa yang mempengaruhi pasar modal tersebut secara garis besar dapat dibedakan atas dua jenis peristiwa yaitu *peristiwa ekonomi* dan *peristiwa politik*.

Beberapa penelitian yang menyangkut pengaruh peristiwa ekonomi terhadap pergerakan harga saham di luar negeri antara lain dilakukan oleh Fama, Fischer, Jensen dan Roll (1969) pada New York Stock Exchange (NYSE), yang meneliti pengaruh *stock-split*. Penelitian tersebut menjadi acuan penting bagi perkembangan metodologi *event study* serta memacu peneliti lain untuk melakukan penelitian efisiensi pasar modal di negara-negara lain dengan menggunakan event study.

Beberapa penelitian dengan menggunakan pendekatan event study ekonomi yang dilakukan pada Bursa Efek Jakarta (BEJ) menguji efisiensi BEJ. Namusisi (1996) menguji efisiensi BEJ dengan menggunakan event listing saham (emisi saham baru pada pasar sekunder maupun emisi saham tambahan seperti right issues dan bonus share) pada periode pengamatan 1993-1995 dengan sampel sejumlah 155 emiten. Sedangkan Susiyanto (1997) menguji efisiensi BEJ dengan menggunakan event pengumuman dividen (yang dipisahkan dalam deviden turun, dividen tetap dan dividen naik) pada periode 1994-1996 dengan

menggunakan sejumlah emiten yang mengumumkan rencana pembagian dividennya. Kedua penelitian tersebut menemukan hal serupa, yaitu tidak terjadi *abnormal return* yang significant secara konsisten sehubungan dengan event yang diteliti (emisi saham dan pengumuman dividen), sehingga menyimpulkan bahwa BEJ telah mencapai *semi-strong efficiency* (Asri dan Arief, 1998).

Penelitian mengenai pengaruh dari polling saham unggulan dengan pergerakan harga saham di BEJ yang dilakukan oleh dua orang peneliti (Jauhar Arifin dan Zaki Baridwan), menunjukkan kesimpulan yang berbeda dari dua penelitian di atas. Penelitian ini menunjukkan bahwa adanya kandungan informasi berupa hasil polling saham unggulan sepekan di BEJ dimuat oleh koran Media Indonesia pada setiap hari Senin di halaman sembilan ternyata mempunyai pengaruh sebagai salah bahan pertimbangan dalam keputusan investasi saham bagi calon investor (Arifin dan Baridwan, 1997).

Penelitian lainnya yang menyangkut event study ekonomi dilakukan Husnan, Hanafi & Wibowo (1996). Mereka melakukan penelitian mengenai pengaruh pengumuman laporan keuangan terhadap harga saham di BEJ. Hasil penelitian yang menggunakan total volume perdagangan (*Total Volume Activity-TVA*) ini sebagai alat ukur, menunjukkan bahwa pengumuman laporan keuangan berpengaruh positif terhadap perdagangan saham yang ditandai dengan kegiatan perdagangan yang relatif tinggi dibandingkan dengan kegiatan di luar pengumuman laporan keuangan.

Event study lain yang tidak terkait langsung dengan aktivitas ekonomi adalah event study mengenai reaksi NYSE terhadap bocornya reaktor nuklir di Chernobyl, Uni Sovyet yang diteliti oleh Kalra, Henderson Jr dan Raines (1993). Mereka menemukan reaksi harga yang negatif (karena eventnya tergolong bad news) terhadap peristiwa itu pada saham

perusahaan-perusahaan Amerika Serikat yang listed di NYSE yang menggunakan sumber tenaga nuklir dalam proses produksinya.

Penelitian yang menyangkut pengaruh peristiwa politik terhadap pergerakan harga saham antara lain penelitian mengenai dampak pengunduran diri Perdana Menteri (PM) Jepang Noburu Takeshita terhadap harga saham di NYSE oleh Marwan Asri (1996). Penelitian ini berkesimpulan bahwa peristiwa politik tersebut berpengaruh negatif secara konsisten mulai hari ketujuh sejak peristiwa pengunduran diri sang PM. Penelitian lainnya dilakukan oleh Tatiek Nurhayati, Mutaminah, Siyamtimah pada tahun 1999 mengenai reaksi harga saham di BEJ terhadap pengumuman pergantian kepemimpinan Soeharto. Hasil pengujian efisiensi pasar modal Indonesia bentuk semi-form efficiency secara umum memberi kesimpulan bahwa setelah pengumuman pergantian kepemimpinan Soeharto, *average abnormal return* berbeda dari nol. Harga sekuritas belum mencerminkan *public announcement*. Para investor masih memperoleh abnormal return sesudah pengumuman pergantian kepemimpinan Soeharto. Pengumuman pergantian kepemimpinan Soeharto belum tercermin secara cepat dan tepat pada harga sekuritas yang ada. Hal ini ditandai dengan adanya investor yang masih memperoleh abnormal return dengan adanya pengumuman pergantian kepemimpinan Soeharto tersebut. Dengan demikian terdapat perubahan harga sekuritas setelah adanya pengumuman pergantian kepemimpinan Soeharto dengan lebih besar atau lebih kecil dari harga keseimbangan yang diharapkan, sehingga menimbulkan *abnormal return* yang berbeda dari nol (Tatiek, Mutaminah, Siyamtimah, 1999).

Sementara itu dari penelitian yang dilakukan oleh Rudi Santosa Irawan (2000) mengenai perilaku pasar seputar terpilihnya Gus Dur dan Megawati sebagai Presiden dan Wakil Presiden Republik Indonesia, didapat kesimpulan bahwa terpilihnya Gus Dur dan

Megawati tidak memberikan abnormal return yang significant meskipun terjadi fluktuasi yang cukup tajam dari IHSG pada hari sekitar pemilihan Presiden dan Wakil Presiden dimaksud. Menurut peneliti, hal ini bisa terjadi karena peristiwa politik ini sudah diagendakan jauh hari sebelumnya, sehingga pasar telah mampu memprediksi jauh hari mengenai terpilihnya Gus Dur dan Megawati tersebut sebagai Presiden dan Wakil Presiden.

Penelitian berbentuk Event Study lainnya dilakukan oleh R. Gatot Rustamadji (2001) yang meneliti mengenai pengaruh dari memorandum DPR dalam kasus Bullogate dan Bruneigate terhadap ekspektasi investor. Penelitian ini berkesimpulan bahwa investor tidak bereaksi terhadap peristiwa keputusan memorandum oleh DPR dalam kasus Bullogate dan Bruneigate. Hal tersebut disebabkan karena peristiwa keputusan memorandum merupakan bagian dari serangkaian peristiwa politik relevan yang telah terjadi sebelumnya serta reaksi investor untuk segera merealisasikan keuntungan pada hari kedua setelah peristiwa, sehingga rata-rata abnormal return yang diperoleh investor yang diperoleh investor setelah peristiwa cenderung tidak berbeda dengan abnormal return sebelum *event day*.

Beberapa penelitian yang telah kami sebutkan di atas, bisa dikategorikan secara transparan sebagai suatu event ekonomi atau sebagai suatu event politik. Untuk melihat suatu event yang dikategorikan sebagai suatu *kebijakan pemerintah* yang berpengaruh terhadap harga saham memang belum banyak dilakukan penelitian. Salah satunya yang bisa dicatat adalah penelitian yang dilakukan luar negeri oleh Mansur, Cocran dan Froiro (1989) terhadap keputusan pemerintah Amerika Serikat (AS) mengenai pelarangan terbang pesawat DC-10. Penelitian dilakukan dengan menggunakan event periode selama 30 hari bursa dengan event date tanggal 6 Juni 1979. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *kebijakan pemerintah AS* dimaksud ditanggapi secara negatif oleh pasar, dibuktikan dengan terjadinya penurunan

harga saham perusahaan penerbangan yang menggunakan pesawat DC-10 secara cepat, sehingga return saham individual turun sebagai akibat dari event tersebut ((Tatiek, Mutaminah, Siyamtimah, 1999). Selanjutnya penelitian-penelitian terdahulu tersebut dapat diikhtisarkan dalam satu tabel sebagai berikut :

Tabel 2.2.  
Ringkasan Hasil-Hasil Penelitian Terdahulu

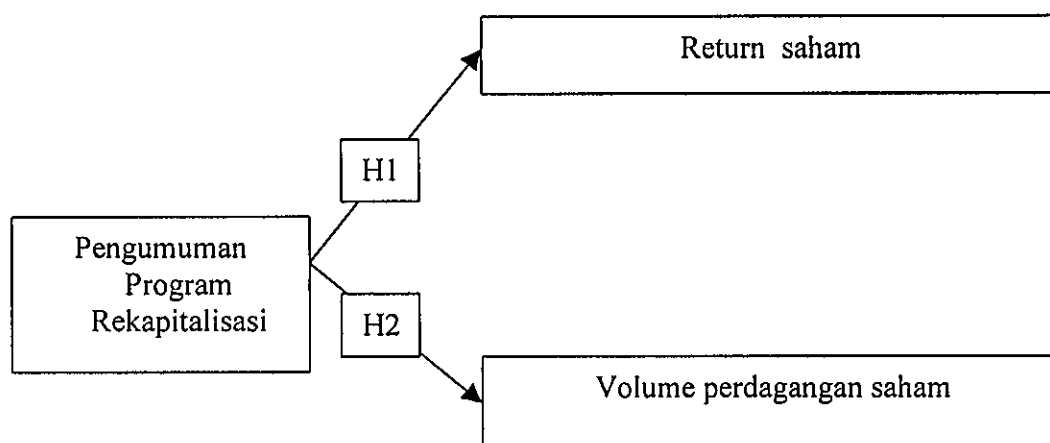
No.	Peneliti	Event	Hasil Temuan
1.	Fama, Fischer, Jensen dan Roll (1969)	Pengumuman <i>stock-split</i> .	Pengumuman stock-split mendatangkan abnormal return pada NYSE
2.	Mansur, Cocran dan Froiro (1989)	Pengumuman pelarangan terbang pesawat DC-10 oleh Pemerintah AS.	Terjadinya penurunan harga saham perusahaan penerbangan yang menggunakan pesawat DC-10 secara cepat.
3.	Kalra, Henderson Jr dan Raines (1993).	Kebocoran reaktor nuklir di Chernobyl, Uni Sovyet	Reaksi harga yang negatif terhadap perusahaan-perusahaan Amerika Serikat listed di NYSE yang menggunakan sumber tenaga nuklir dalam proses produksinya.
4.	Marwan Asri (1996).	Pengumuman pengunduran diri Perdana Menteri (PM) Jepang Noburu Takeshita.	Terjadi reaksi negatif di NYSE secara konsisten mulai hari ketujuh sejak peristiwa pengunduran diri PM.
5.	Namusisi (1996)	Emisi saham baru pada pasar sekunder maupun emisi saham tambahan seperti right issues dan bonus share.	Tidak terjadi <i>abnormal return</i> yang significant secara konsisten sehubungan dengan event yang diteliti.
6.	Susiyanto (1996)	Pengumuman dividen (yang dipisahkan dalam dividen turun, dividen tetap dan dividen naik).	Tidak terjadi <i>abnormal return</i> yang significant secara konsisten sehubungan dengan pengumuman dividen.
7.	Husnan, Hanafi & Wibowo (1996)	Pengumuman laporan keuangan terhadap harga saham di BEJ.	Pengumuman laporan keuangan berpengaruh positif terhadap perdagangan saham yang ditandai dengan kegiatan perdagangan yang relatif tinggi

No.	Peneliti	Event	Hasil Temuan
8.	Jauhar Arifin dan Zaki Baridwan (1997)	Pengaruh dari polling saham unggulan dengan pergerakan harga saham di BEJ.	Hasil polling saham unggulan sepekan di BEJ, berpengaruh kepada harga saham.
9.	Tatiek, Mutaminah, Siyamtimah, (1999).	Reaksi harga saham di BEJ terhadap pengumuman pergantian kepemimpinan Soeharto.	Pergantian kepemimpinan Soeharto menimbulkan <i>abnormal return</i> yang berbeda dari nol.
10.	Rudi Santosa Irawan (2000)	Prilaku pasar seputar terpilihnya Gus Dur dan Megawati sebagai Presiden dan Wakil Presiden Republik Indonesia.	Terpilihnya Gus Dur dan Megawati tidak memberikan abnormal return yang significant.
11.	R. Gatot Rustamadji (2001)	Pengaruh dari memorandum DPR dalam kasus Bullogate dan Bruneigate terhadap ekspektasi investor.	Investor tidak bereaksi terhadap peristiwa keputusan memorandum oleh DPR dalam kasus Bullogate dan Bruneigate.

## 2.7. Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan rumusan permasalahan yang kemudian dikaitkan dengan hasil telaah pustaka dan penelitian-penelitian terdahulu, maka dapat disusun kerangka pemikiran teoritis dengan dasar pemikiran bahwa kebijakan pemerintah berupa Program Rekapitalisasi yang dituangkan dalam Perjanjian Rekapitalisasi, menimbulkan perbedaan return dan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pengumuman.

Gambar 2.1 :  
Kerangka Pemikiran Teoritis



## 2.8. Hipotesis

Berdasarkan masalah yang dihadapi serta tujuan dari penelitian ini maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut (ditulis dalam hipotesis alternatif), yaitu :

- H1 : Terjadi perbedaan abnormal return sebelum dan setelah pengumuman Program Rekapitalisasi.
- H2 : Terjadi fluktuasi perdagangan saham akibat pengumuman Program Rekapitalisasi.

## 2.9. Definisi Operasional Variabel

Dalam penelitian ini, yang dimaksud dengan return, abnormal return, dan volume perdagangan adalah sebagai berikut :

- a. Program Rekapitalisasi merupakan kebijakan penyehatan perbankan oleh pemerintah melalui penyertaan saham pemerintah di bank-bank Go Public yang direkap diikuti

dengan penyerahan asset macet bank kepada AMU-BPPN serta kewajiban bank melaksanakan restrukturisasi menyeluruh.

- b. Abnormal Return merupakan kelebihan (Excess) dari return yang terjadi (Realized Return) dengan return normal atau disebut juga return yang diharapkan investor (Expected Return).
- c. Volume perdagangan merupakan jumlah transaksi saham bank-bank Go Public yang direkap yang terjadi sekitar event.



## **BAB III METODE PENELITIAN**

### **3.1. Jenis dan Sumber Data**

Penelitian ini menggunakan data archival. Data archival diperoleh dengan cara pengumpulan data sekunder berupa laporan perkembangan harga saham harian (*daily report*) 6 BGPR yang diterbitkan oleh BEJ selama 10 hari pengamatan yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari setelah dikeluarkannya keputusan Program Rekapitalisasi. Sementara data mengenai Perjanjian Rekapitalisasi BGPR diperoleh dari Direktori Perbankan Indonesia yang diterbitkan oleh Bank Indonesia, majalah info bank serta Laporan Tahunan Bank Indonesia.

### **3.2. Populasi dan Sampel**

Populasi adalah seluruh elemen yang dapat digunakan untuk membuat kesimpulan (Emory, 1995). Elemen tersebut dimaksudkan sebagai subjek dimana pengukuran dimaksud dilakukan. Besarnya populasi yang akan digunakan dalam suatu penelitian tergantung pada jangkauan kesimpulan yang akan dibuat.

Populasi dari penelitian adalah 6 (enam) Bank Umum listed di BEJ yang mengikuti Perjanjian Rekapitalisasi. Mengingat pada saat diumukannya Program Rekapitalisasi perbankan oleh Pemerintah pada tanggal 13 Maret 1999 tersebut hanya 6 (enam) Bank Umum listed di BEJ yang menandatangani Perjanjian Rekapitalisasi maka populasi sekaligus sampel dari penelitian ini adalah 6 Bank Umum tersebut.

### 3.3. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode dokumentasi.

### 3.4. Teknik Analisa

Penelitian ini menggunakan metode *Uji Beda* untuk melakukan pengujian terhadap hubungan antara beberapa variabel terikat (jenis data metrik) dengan beberapa variabel bebas (jenis data metrik dan non metrik). Alat uji yang digunakan adalah *Analysis of Variance (ANOVA)* untuk menguji secara partial pengaruh dari variabel bebas terhadap satu variabel terikat serta *Multivariate Analysis of Variance (MANOVA)* untuk menguji secara simultan pengaruh dari variabel bebas terhadap kedua variabel terikat.

Adapun alasan kenapa dilakukan pengujian dengan *ANOVA* dan *MANOVA* adalah karena mempertimbangkan sifat variabel yang memenuhi metode statistik dependen yaitu terdapat satu variabel bebas yang bersifat data non metrik yaitu *Pengumuman Rekapitalisasi* dengan satu variabel terikat yang bersifat skala metrik yaitu *abnormal return*. Hal yang sama berlaku juga untuk pengujian hipotesis II yaitu satu variabel bebas yang bersifat data non metrik yaitu *Pengumuman Rekapitalisasi* dengan satu variabel terikat yaitu *Trade Volume Activity (TVA)*.

#### a. Pengujian Hipotesis 1 (H1).

##### – Abnormal return saham pada saat peristiwa

Diartikan sebagai selisih antara actual return dan expected return. Besaran abnormal return dari saham  $i$  pada hari ke  $t$  dirumuskan sebagai berikut :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

$AR_{it}$  = *abnormal return* saham i pada hari ke t

$R_{it}$  = *actual return* untuk saham i pada hari ke t

$E(R_{it})$  = *expected return* untuk saham i pada hari ke t

Dalam penelitian ini, *expected return* dihitung dengan menggunakan Single Index Market Model (SIMM), yakni :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt}$$

Koefisien  $\alpha$  dan  $\beta$  diperoleh dari perhitungan persamaan regresi runtut waktu antara return saham ( $R_{it}$ ) dengan return pasar ( $R_{mt}$ ), yang dirumuskan sebagai berikut :

$$\beta = \frac{n (\sum XY) - (\sum X) (\sum Y)}{n (\sum X^2) - (\sum X)^2}$$

$$\alpha = \frac{\sum Y - \beta (\sum X)}{n}$$

X = Return pasar ( $R_{mt}$ )

Y = Return individual ( $R_{it}$ ) saat estimate period

n = Periode pengamatan

Cumulatif Abnormal Return (CAR) harian tiap-tiap saham selama *event period* :

$$CAR_{in} = \sum_{T=-10}^{T=+10} AR_{it} \quad (2)$$

Rata-rata abnormal return seluruh saham pada hari ke t dihitung dengan :

$$AR_{nt} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$$

n = jumlah seluruh saham yang diteliti

$$CAAR_{Nn} = \frac{\sum_{t=-10}^{t=+10} AR_{Nt}}{21}$$

Penghitungan *abnormal return* yang significant dilakukan dengan perhitungan *standarized abnormal return* distribusi *-t* untuk portofolio :

$$SAR_{Nt} = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{S_{it}}$$

$S_{it}$  adalah standard error peramalan (*forecast*) untuk saham i pada hari t yang dihitung sebagai berikut :

$$S_{it} = S_{ie} \sqrt{1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_{mt} - R_m^*)^2}{T \sum_{k=1}^T (R_{mk} - R_m^*)^2}}$$

$S_{ie}$  = *standard error* estimasi untuk saham periode T dalam periode estimasi

$R_{mt}$  = *Return* pasar untuk periode t selama periode peristiwa (event period)

$R_{mk}$  = *actual return* untuk saham i pada hari ke t

$R_m^*$  = rata-rata *actual return* untuk saham i pada hari ke t

$S_{ie}$  adalah standar error estimasi untuk saham selama periode T dalam estimasi yang dihitung dengan menggunakan formula :

$$S_{ie} = \sqrt{\frac{\sum_{k=1}^T (R_{it} - R_{ik}^*)^2}{T - 2}}$$

$R_{ik}$  = *return* yang terjadi pada periode k selama periode estimasi

$R_{mk}$  = *return* yang diprediksi pada periode k dalam periode estimasi

T = periode estimasi

Penghitungan *standardized cumulative abnormal return* atau standar deviasi rata-rata *cumulative abnormal return* (SCAR) selama periode event dilakukan dengan rumus :

$$SCAR_{Nn} = \frac{1}{\sqrt{k}} \sum_{t=-10}^n SAR_{Nt}$$
$$k = n - (-10) + 1$$

– Abnormal Return sebelum dan setelah peristiwa

Tahap-tahap dalam pengujian adalah :

- a). Menghitung rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang dijadikan sampel sebelum dan sesudah peristiwa :

$$\bar{AR}_{\text{before}} = \frac{\sum_{t=-10}^{t=-1} AR_{\text{before}, t}}{n}$$

$$\bar{AR}_{\text{after}} = \frac{\sum_{t=+1}^{t=+10} AR_{\text{after}}}{n}$$

n adalah jumlah saham yang diamati

- b). Menghitung deviasi standar rata-rata *return* sebelum dan sesudah peristiwa :

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=-10}^{t=-1} (AR_{\text{before}} - \bar{AR}_{\text{before}})^2}{(n-1)}}$$

dan

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=+1}^{t=+10} (AR_{\text{after}} - \bar{AR}_{\text{after}})^2}{(n-1)}}$$

c). Menghitung uji statistik t (pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  :

$$t = \frac{AR_{\text{after}} - AR_{\text{before}}}{\sqrt{\frac{\sigma_{\text{after}}^2}{n} + \frac{\sigma_{\text{before}}^2}{n}}}$$

n adalah jumlah saham yang diamati

b. Pengujian Hipotesis 2 (H2).

Tahap-tahap yang dilakukan :

a). Menghitung aktivitas perdagangan saham  $i$  pada periode  $t$  :

$$TVA_{it} = \frac{\sum_{\text{saham } i \text{ ditransaksikan waktu } t}}{\sum_{\text{saham } i \text{ beredar waktu } t}}$$

b). Menghitung rata-rata aktivitas volume perdagangan seluruh saham yang dijadikan sampel sebelum dan setelah peristiwa :

$$\overline{TVA}_{\text{before}} = \frac{\sum_{t=-10}^{t=-1} TVA_{\text{before}}}{n}$$

dan

$$\overline{TVA}_{\text{after}} = \frac{\sum_{t=+1}^{t=+10} TVA_{\text{after}}}{n}$$

c). Menghitung deviasi standar rata-rata return sebelum dan sesudah peristiwa :

$$\sigma_{\text{before}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-10}^{t=-1} (\text{TVA} - \text{TVA}_{\text{before}})^2}{(n-1)}}$$

$$\sigma_{\text{after}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=+1}^{t=+10} (\text{TVA} - \text{TVA}_{\text{after}})^2}{(n-1)}}$$

d). Menghitung uji statistik t (pada tingkat signifikansi  $\alpha = 0,05$ ) :

$$t = \frac{\overline{\text{TVA}}_{\text{after}} - \overline{\text{TVA}}_{\text{before}}}{\sqrt{\sigma_{\text{after}}^2 / n + \sigma_{\text{before}}^2 / n}}$$

n adalah jumlah saham yang diamati



## **BAB IV**

### **GAMBARAN UMUM OBJEK PENELITIAN**

#### **4.1. Gambaran Umum Pasar Modal Indonesia**

Jogiyanto (1999) membagi era pasar modal di Indonesia menjadi enam periode :

- Periode I : Zaman Belanda, 1912
- Periode II : Periode orde lama, tahun 1952
- Periode III : Periode orde baru, tahun 1977
- Periode IV : Periode bangkitnya pasar modal dari tidur panjang, tahun 1988
- Periode V : Periode otomatisasi kegiatan pasar modal, 1995
- Periode VI : Periode krisis moneter, 1997.

Pasar Modal Indonesia pertama kali berdiri pada zaman penjajahan Belanda dengan nama "*Vereniging Voor Effectenhandel*". Pada masa itu mayoritas saham yang diperdagangkan adalah saham-saham perusahaan Belanda. Sejak kedatangan bangsa Jepang tahun 1942 pasar modal ditutup oleh pihak Jepang dan baru dibuka kembali oleh Pemerintahan Orde Lama pada tahun 1952. Tujuan dibukanya kembali pasar modal Indonesia adalah untuk menampung obligasi pemerintah serta untuk mencegah larinya saham-saham perusahaan Belanda ke luar negeri. Namun karena adanya sengketa antara pihak Belanda dengan Indonesia mengenai Irian Barat pada tahun 1960-an, maka seluruh perusahaan Belanda dinasionalisasikan dan hal ini mengakibatkan larinya modal Indonesia dari Indonesia, sejak itu kegiatan pasar modal boleh dikatakan tidak ada lagi.

Pada masa pemerintahan Orde Baru (1977-1988), pasar Indonesia dapat dikatakan lahir kembali dengan adanya Keppres No. 52 tahun 1976, yang menetapkan Pasar Modal, Bapepam dan PT. Danareksa. Presiden Soeharto meresmikan kembali pasar modal Indonesia pada tanggal 10 Agustus 1977. PT Semen Cibinong merupakan perusahaan yang pertama kali mencatatkan sahamnya. Pada periode ini hanya 24 perusahaan saja yang mencatatkan sahamnya di bursa saham.

Tahun 1988 merupakan era kebangkitan pasar modal Indonesia. Dalam waktu 3 tahun (1988-1990) jumlah perusahaan yang mencatatkan sahamnya di bursa sudah mencapai 127, sampai tahun 1996 jumlah perusahaan yang tercatat di bursa mencapai 238. Peningkatan ini disebabkan oleh beberapa hal antara lain lain dijanjikan karena diizinkan investor asing untuk memiliki saham perusahaan Indonesia sebesar maksimum 49%, adanya PAKTO 88 (kebijakan untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi) yang menyebabkan mengalirnya dana sebesar Rp4 triliun dari Bank Indonesia ke sektor keuangan yang mengakibatkan masyarakat memiliki dana untuk bermain di pasar modal serta adanya perubahan kultur bisnis dari perusahaan keluarga menjadi perusahaan profesional yang terbuka.

Peningkatan aktivitas bursa sangat terasa pada waktu itu, karenanya pada tahun 1995 PT. Bursa Efek Jakarta mulai melakukan otomatisasi kegiatan transaksi di lantai bursa dengan menggunakan komputer yang dipakai broker untuk menunjang kegiatan transaksi sekuritas yang lebih dikenal dengan JATS (*Jakarta Automated Trading System*). Penggunaan JATS mulai tahun 1995 ini untuk menciptakan pasar modal yang siap menghadapi persaingan internasional di masa yang akan datang dan menjadikan pasar modal Indonesia menjadi pasar modal yang modern, sehingga kegiatan transaksi dapat berjalan dengan lebih lancar dan efisien.

Pada masa sekitar bulan Juli 1997 banyak sekali negara-negara Asia diantaranya Malaysia, Thailand, Korsel dan Singapura dilanda krisis moneter. Krisis moneter yang terjadi dimulai dengan penurunan nilai mata uang negara-negara Asia terhadap nilai mata uang dollar Amerika (USD). Penurunan nilai mata uang ini disebabkan karena adanya spekulasi dari pedagang valas, menurunnya kepercayaan masyarakat terhadap pemerintah akibat adanya kolusi, korupsi dan nepotisme serta yang tak kalah penting adalah lemahnya fundamental ekonomi negara-negara tersebut. Indonesia merupakan salah satu negara yang terparah dilanda krisis moneter sekaligus merupakan yang paling lambat pulih dari krisis.

Untuk mencegah dampak yang lebih buruk dari krisis moneter Bank Indonesia berusaha untuk menaikkan suku bunga SBI. Dengan menaikkan tingkat suku bunga deposito diharapkan para pemilik modal akan tertarik untuk berinvestasi di deposito. Langkah Bank Indonesia dimaksud direspon oleh beberapa bank swasta nasional dengan mulai menaikkan suku bunga deposito dari 25% sampai dengan 50%. Dengan adanya kenaikan suku bunga yang tinggi berakibat para investor tidak tertarik lagi untuk berinvestasi di pasar modal, disebabkan pendapatan yang diterima oleh investor apabila berinvestasi di deposito lebih tinggi bila dibandingkan dengan berinvestasi pada bursa saham.

Keadaan tersebut tentu saja berakibat negatif bagi pasar modal. Harga saham di pasar modal mengalami penurunan yang cukup drastis. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang sejak bulan Juli 1997 tercatat sebesar 750,83 point mengalami penurunan yang sangat drastis sekitar 194,14 point (25,86%) menjadi 546,69 point pada akhir bulan September 1997. Periode tersebut merupakan periode ujian terberat yang dialami oleh pasar modal Indonesia.

Pemerintah akhirnya terpaksa turun tangan untuk mengatasi masalah lesunya aktivitas perdagangan di pasar modal Indonesia dimaksud yang antara lain dilakukan dengan cara mencabut larangan kepemilikan investor asing di atas 49%. Sebagai konsekwensinya pada saat itu investor asing dibolehkan memiliki saham dalam jumlah yang tidak terbatas. Langkah Pemerintah tersebut tampaknya belum membawa hasil, ditandai dengan kenyataan bahwa sampai dengan akhir September 1997, kepemilikan asing terhadap saham perusahaan nasional hanya sekitar 27%.

Langkah lainnya yang dilakukan Pemerintah agar keluar dari krisis adalah dengan melikuidasi 16 bank swasta nasional yang menurut penilain Bank Indonesia tidak bisa lagi dipertahankan keberadaannya dan malahan bisa-bisa membahayakan sistem perbankan secara keseluruhan. Pengumuman likuidasi 16 bank oleh pemerintah pada tanggal 1 November 1997 ini tidak banyak membantu meningkatkan aktivitas pasar modal. Bahkan IHSG pada bulan November 1997 merosot dengan tajam mencapai titik terendah 391,26 point, yang berarti turun sebesar 155,43 point (25,43%) dari tanggal 30 September 1997 atau turun sebesar 359,57 point (47,89%) sejak tanggal 8 Juli 1997.

#### **4.2. Gambaran Singkat Bank Go Public yang Direkap**

##### **a. Profil non Keuangan**

##### **1. PT. Bank Negara Indonesia (BNI)**

PT. Bank Negara Indonesia adalah perusahaan perbankan yang didirikan tahun 1946 pada awalnya sebagai Bank Sentral. Pada tahun 1949 Pemerintah mengambil alih fungsi Central Bank de Javasche Bank, sehingga sejak itu BNI berubah menjadi bank komersil. Pada akhir tahun 1997 perusahaan memiliki 500 ATM, 502 kantor tersebar di kota besar di

Indonesia dengan enam cabang di luar negeri yaitu Singapura, Tokyo, Hongkong, New York, London dan Grand Cayman Island. Pemegang saham terbesar adalah Pemerintah Indonesia (25%) dan Publik (25%).

## 2. PT. Bank Bali

Merupakan perusahaan perbankan yang apada awalnya bernama PT. Bank Persatuan Dagang Indonesia yang memulai operasinya sebagai bank komersil pada tahun 1995. Kemudian pada tahun 1971 berubah namanya menjadi PT. Bank Bali. Pada akhir tahun 1994 perusahaan memiliki 94 cabang, termasuk 2 cabang di luar negeri.

Pada tahun 1992, perusahaan melakukan persetujuan dengan The Prudential Assurance untuk menjual kepemilikan sahamnya pada PT. Asuransi Bali Life, sehingga kepemilikan sahamnya menurun dari 60% menjadi 20%.

## 3. PT. Bank Internasional Indonesia (BII).

PT. Bank Internasional Indonesia (BII) adalah bank komersial yang didirikan tahun 1959. Pada tahun 1988 BII memperoleh izin untuk mengoperasikan transaksi valuta asing. Perusahaan memiliki 137 cabang di seluruh Indonesia dan 4 cabang di luar negeri yaitu Cayman Island, Cook Island, Hongkong dan Singapura. BII mempunyai kepemilikan atas PT. Fuji Bank Internasional Indonesia dan PT. Bank Kredit Lyonis Indonesia sebesar 15%. Perusahaan juga memiliki 50% saham Land Lease Invesment Service.

#### 4. PT. Bank Niaga

Bank Niaga pertama kali beroperasi pada tahun 1955 sebagai bank tunggal. Pada tahun 1974 memperoleh izin sebagai bank yang boleh melayani transaksi valuta asing (bank devisa). Pada akhir tahun 1995 perusahaan telah memiliki 57 cabang di seluruh Indonesia serta mempunyai cabang di luar negeri yaitu di Los Angeles, Cayman Island dan Hongkong.

Disamping itu bank niaga juga mempunyai beberapa anak perusahaan serta melakukan kerjasama dalam bentuk joint venture dengan beberapa bank di luar negeri seperti Sumitomo, Niaga Cigna Limited, Niaga Factoring Corporation dan Niaga Leasing. Bank Niaga mengembangkan pelayanan jasa perbankan internasional dengan cara bekerja sama dengan partner-partner yang mempunyai strategi untuk berkembang secara global, seperti Sumitomo Bank, Wed Cigma Insurance, Indover bank dan International Finance Company (IFC).

Pada awal tahun 1997 dilaporkan bahwa perusahaan Malaysia yaitu Rashid Hussein Berhard (RHB) membeli 20% saham Bank Niaga melalui transaksi di Bursa Efek Jakarta (BEJ), sedangkan PT. Bahana Pembinaan Indonesia (BPI) menjual 18% atau senilai Rp46,84 juta saham Bank Niaga yang dimilikinya kepada perusahaan terkait dengan Bank Niaga. Disamping itu salah satu perusahaan terkait lainnya yaitu PT. AT membeli 2% dari saham Bank Niaga atau senilai Rp 8,84 juta. Hal itu sejalan dengan rencana manajemen Bank Niaga untuk mengundang investor luar negeri untuk menanamkan modalnya pada Bank Niaga.

Pihak manajemen bank berusaha mencari langkah yang mungkin untuk meningkatkan modal disetor Bank Niaga dari Rp750 milyar menjadi Rp1,4 triliun. Beberapa bulan setelah pengumuman, Tirta Mas Group yang dimiliki oleh keluarga Hashim

Djojohadikusumo membeli 10% saham Bank Niaga yang sebelumnya merupakan kepunyaan keluarga Tahija dengan harga Rp8 ribu per lembar.

Group Tirta Mas akhirnya memiliki 40% lagi saham Bank Niaga melalui pasar modal, yang kemudian menjadikan mereka sebagai pemegang saham mayoritas dengan total kepemilikan 50%.

#### 5. PT. Bank Lippo

Merupakan salah satu bank swasta nasional yang didirikan pada tahun 1948 yang bergerak dalam retail banking dengan nama NV Bank Perniagaan Indonesia. Pada tahun 1977 merger dengan PT. Central Commercial Bank, kemudian pada tahun 1989 merger dengan Bank Umum Asia, PT. Bank Lippo ini termasuk dalam grup usaha Lippo.

Pada tahun 1996 melalui akuisisi internal sebanyak 45% saham bank diakuisisi oleh Lippo Life, sementara 32% saham Lippo Life diakuisisi oleh PT. Lippo Securities. Dengan demikian melalui inisiatif restrukturisasi yang dilakukan oleh grup usaha Lippo dimaksud mengakibatkan Lippo Securities menjadi pemegang peranan yang besar dalam sektor investasi dan keuangan, sementara bank Lippo sendiri tetap beroperasi sebagai retail banking.

#### 6. PT. Bank Universal

Merupakan bank swasta nasional yang didirikan pada tahun 1990, sebagai konsolidasi dari Bank Perkembangan Asia dan Bank Kredit Universal. Sebagian besar saham bank dimiliki oleh PT. Astra Internasional. Jenis pelayanan yang terkenal dari bank ini adalah

pelayanan yang diberikan kepada nasabah yang bisa diselesaikan dari sebuah mobil, yang dikenal dengan Flexi-Trans Service.

Transaksi yang dilakukan dari atas sebuah mobil dimaksud didukung dengan teknologi satelit yang dihubungkan secara on line dengan kantor pusat. Melalui cara ini simpanan masyarakat yang berhasil dihimpun meningkat dengan tajam dari Rp2,6 triliun tahun 1996 menjadi Rp4,7 triliun tahun berikutnya. Sementara kredit yang disalurkan kepada pihak ketiga meningkat dari Rp2,6 triliun menjadi Rp4,6 triliun.

#### b. Profil Keuangan

Selain karena tergolong sebagai bank kategori B (bank dengan CAR < 4% sampai dengan minus 25% namun pemilik tidak mampu menambah modal mencapai 4%), terdapat alasan lain kenapa bank-bank tersebut harus direkap yaitu karena jaringan usahanya yang sudah luas dan kompleks antara lain ditandai dengan besarnya total asset tidak didukung dengan kinerja keuangan yang memadai yang ditandai antara lain ditandai dengan *Return on Asset* (ROA) yang sudah negatif akibat terjadinya rugi dalam waktu yang lama (rugi kumulatif). Untuk memperbaiki kinerja keuangan yang memburuk tersebut maka diambil kebijakan oleh Pemerintah keikutsertaan pemerintah dalam kepemilikan melalui Program Rekapitalisasi. Penyertaan modal pemerintah pusat dalam rangka Program Rekapitalisasi ditanamkan dalam bentuk obligasi rekap yang nantinya akan dilakukan pelunasan (*divestasi*) oleh pemegang saham awal (*pemegang saham pengendali*).



Tabel 4.1.  
 Profil Keuangan Bank Go Public Peserta Program Rekapitalisasi  
 Posisi 31 Desember 1998  
 Dalam Milyar Rp

Nama Bank	Total* Asset	CAR* (%)	ROA** (%)	Rugi ** Kumulatif	Obligasi *** Rekap
Bali	10.016	-17,80	-23,66	-1.696	1.791
BII	34.847	-26,03	-39,60	-10.630	6.101
BNI	54.734	-79,08	-82,62	-43.200	n.a
Lippo	14.437	-39,42	-60,99	-7.275	3.760
Niaga	12.301	-25,53	-34,30	-3.503	2.960
Universal	5.444	-63,36	-71,25	-3.105	1.942

Sumber data :

\* Majalah InfoBank Edisi No.239, Juli 1999, Volume XXI

\*\* Direktori Perbankan Indonesia, 1999.

\*\*\* "Manajemen Perbankan", Lukman Dendawijaya, Ghalia Indonesia, Maret 2001.

n.a. Data tidak tersedia

Dari profil keuangan dimaksud terlihat bahwa pada akhir tahun 1998 kinerja bank-bank Go Public peserta Program Rekapitalisasi sudah sangat membahayakan, antara lain ditandai dengan perbandingan perolehan laba dengan total asset yang sudah negatif serta rugi kumulatif yang sangat material dibanding total asset masing-masing bank. Pada akhirnya kinerja yang buruk dimaksud menjadi salah satu faktor penting penyebab memburuknya permodalan bank yang tercermin dari CAR yang sudah negatif.

## **BAB V ANALISIS DATA**

Pengujian terhadap pengumuman Rekapitalisasi diarahkan terhadap ada atau tidaknya abnormal return yang significant yang diperoleh investor seputar peristiwa tersebut serta terjadi atau tidak fluktuasi perdagangan saham. Terjadinya abnormal return berarti adanya risiko yang harus diantisipasi oleh investor. Pengujian terhadap abnormal return dilakukan dengan membandingkan (mencari selisih) antara hasil yang diperoleh investor (*actual return*) dengan hasil yang diharapkan (*market return*).

Abnormal Return yang diperoleh investor memiliki dua arah, yaitu positif dan negatif. Abnormal return yang positif berarti return yang sesungguhnya yang diterima investor lebih besar dari ekspektasi mereka. Sedangkan abnormal return negatif berarti return sesungguhnya yang diterima investor lebih kecil dari return ekspektasinya.

Sementara itu pengujian terhadap fluktuatif perdagangan saham dilakukan dengan membandingkan rata-rata aktivitas volume perdagangan seluruh saham yang dijadikan sebelum dan setelah peristiwa.

### **5.1. Pengujian Perbedaan Abnormal Return Sebelum dan Setelah Pengumuman Program Rekapitalisasi**

Pengujian terhadap hipotesis I yaitu perbedaan Abnormal Return Sebelum dan Setelah Pengumuman Program Rekapitalisasi dilakukan dengan mengamati perkembangan *average abnormal return* dan *cumulative average abnormal return* pada periode peristiwa, yang

kemudian dilakukan pengujian statistik apakah terdapat perbedaan abnormal return antara sebelum dan setelah peristiwa pengumuman Program Rekapitalisasi tersebut.

Pengujian abnormal return pada hari saat event terjadi (pada saat  $t_0$ ) tidak dilakukan karena peristiwa (event) pengumuman Program Rekapitalisasi oleh Pemerintah terjadi pada hari Sabtu tanggal 13 Maret 1999, sebagaimana diketahui pada hari Sabtu dan Minggu PT. Bursa Efek Jakarta (BEJ) libur sehingga tidak terdapat data perkembangan saham pada hari tersebut.

#### 5.1.1. Pengamatan terhadap perkembangan abnormal return

##### a. Actual Return

Merupakan keuntungan yang dapat diterima atas suatu investasi suatu saham pada suatu periode tertentu. Hasil perhitungan untuk masing-masing saham selama periode peristiwa (*event periode*) dapat dilihat pada lampiran 1. Adapun gambaran perkembangan disajikan pada tabel 5.1 dan gambar 5.1 grafik *average actual return* (AActR) sebagai berikut :

Tabel 5.1.  
Perkembangan Average Actual Return (AActR) Saham Bank-Bank Rekap  
Selama Event Period

Sebelum Peristiwa		Sebelum Peristiwa	
t	Average Actual Return	t	Average Actual Return
-1	0,26244	+1	0,26244
-2	0,01562	+2	0,26244
-3	-0,01538	+3	0,24434
-4	-0,01515	+4	0,24434
-5	-0,02941	+5	-0,06273

Sumber : Data diolah dengan SPSS

Dari tabel 5.1 di atas terdapat *AActR* pada selama periode kejadian yang bernilai positif dan yang bernilai negatif. Nilai positif mengidentifikasi adanya peningkatan harga saham pada hari ke  $t$  dari harga saham pada hari ke  $t_{-1}$ , jika terdapat nilai sama mengidentifikasi bahwa harga saham pada hari ke  $t$  sama dengan harga saham pada hari  $t_{-1}$ , sedangkan nilai negatif mengidentifikasi bahwa harga saham pada hari ke  $t$  lebih rendah dibandingkan dengan harga saham pada hari ke  $t_{-1}$ .

Dari tabel 5.1 dimaksud sebagaimana juga ditunjukkan dalam Gambar 5.1 diketahui juga bahwa secara average pergerakan yang cukup berarti hanya terjadi pada periode sebelum peristiwa ( $t_{-1}$ ) sampai dengan satu hari setelah peristiwa ( $t_{+1}$ ) serta antara  $t_{+4}$  sampai  $t_{+5}$ , sementara itu antara  $t_{+1}$  sampai dengan  $t_{+4}$  pergerakan yang terjadi sangat kecil bahkan antara  $t_{+1}$  dan  $t_{+2}$  serta antara  $t_{+3}$  dan  $t_{+4}$  tidak terjadi perubahan harga (*AActR* bernilai sama). Secara *individu* dan *average* fluktuasi harga saham sekitar peristiwa pengumuman dapat dilihat pada fluktuasi return dan TVA secara individu maupun secara average pada Lampiran B dan juga dari hasil pengolahan data pada lampiran C.

Fenomena tersebut menunjukkan bahwa sentimen positif dari pasar terhadap pengumuman Program Rekapitalisasi hanya terjadi satu hari setelah pengumuman. Kondisi ini dapat dimengerti bila mengingat pengumuman Program Rekapitalisasi pada awalnya merupakan peristiwa yang sebenarnya sudah sejak lama dapat diprediksi yaitu sejak mulai diagendakan oleh Pemerintah awal Januari 1999, namun akibat adanya inkonsistensi pernyataan Pemerintah mengenai tanggal pengumuman Program Rekapitalisasi berubah menjadi event periode yang penuh ketidak pastian bagi pelaku pasar.

Sebagaimana diketahui pada tanggal 12 Februari 1999 Presiden Habibie telah mengeluarkan pernyataan bahwa pengumuman Program Restrukturisasi Perbankan akan

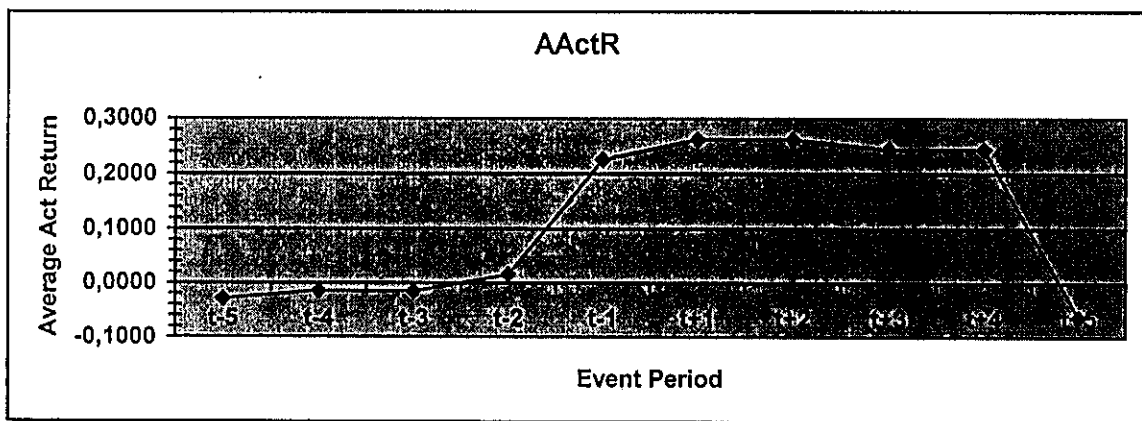
dilaksanakan pada tanggal 27 Februari 1999. Program Restrukturisasi tersebut mencakup pengumuman mengenai bank-bank yang akan dilikuidasi, diambil alih (*take over*) dan yang akan ikut Program Rekapitalisasi, namun pada tanggal 27 Februari 1999 Pemerintah melalui Menko Ekuin Ginandjar Kartasasmita malahan menyatakan secara resmi bahwa pengumuman Program Restrukturisasi Perbankan ditunda selama 2 (dua) minggu kedepan.

Adanya penundaan pengumuman tersebut menjadi *bad news* khususnya bagi investor bank listed sampai t<sub>1</sub> (sampai tanggal 12 Maret 1999). Penundaan dimaksud menjadi *bad news* disebabkan hal-hal negatif yang ditimbulkan antara lain biaya yang mesti ditanggung oleh bank-bank yang sebelumnya sehat dengan adanya penarikan-penarikan dana (*rush*) oleh nasabah akibat banyaknya pemberitaan di media massa, biaya penghimpunan dana (*fundings*) yang tiba-tiba menjadi mahal karena kepercayaan terhadap perbankan nasional yang merosot serta yang paling berpengaruh sekali adalah tidak adanya kepastian tentang bank-bank mana yang dinyatakan ditutup atau bank-bank mana yang *diselamatkan* baik melalui keikutsertaan dalam Program Rekapitalisasi atau melalui pengambil alihan (*take over*) oleh Pemerintah.

Selanjutnya dengan direalisasikannya pengumuman Program Restrukturisasi Perbankan oleh Pemerintah pada tanggal 13 Maret 1999, dengan sendirinya muncul kepastian mengenai bank-bank yang diselamatkan melalui penyehatan permodalan oleh Pemerintah (*Rekapitalisasi*) yang merupakan *good news* bagi pelaku pasar khususnya bagi investor dari saham-saham bank listed yang termasuk dalam Program Rekapitalisasi yang diumumkan Pemerintah tersebut.

Sentimen positif yang ditimbulkan oleh good news tersebut tercermin pada penutupan perdagangan pada tanggal 15 Maret 1999 yaitu satu hari setelah pengumuman ( $t+1$ ).

Gambar 5.1.  
Perkembangan Average Actual Return (AActR) Saham Bank-Bank Rekap  
Selama Event Period



Reaksi positif pelaku pasar terhadap pengumuman Program Rekapitalisasi dimaksud hanya berlangsung pada  $t+1$  dan  $t+2$  yaitu tanggal 15 dan 16 Maret 1999, untuk selanjutnya mulai hari ketiga menunjukkan trend penurunan. Penyebab dari penurunan dimaksud adalah fakta yang tidak dapat dibantah bahwa Program Rekapitalisasi hanya menyelamatkan bank dari sisi permodalan, namun langkah tersebut belum merupakan solusi untuk meningkatkan kinerja (*performance*) keuangan, padahal faktor pertama yang membuat seorang calon investor tertarik memegang saham suatu perusahaan adalah performance keuangannya yang potensial mendatangkan laba (*rentabilitas*).

Fakta dimaksud diperkuat oleh berbagai argumen di media massa yang pesimis terhadap performance perbankan pasca pengumuman, antara lain pernyataan pakar ekonomi

Umar Juoro tanggal 17 Maret 1999 di harian Bisnis Indonesia yang menyatakan bahwa cepat atau lambat pemulihan sektor riil tergantung kepada bank-bank peserta Program Rekapitalisasi (*bank-bank rekap*) untuk bertindak sebagai *financial intermediary*, namun dalam kenyataannya sulit diwujudkan karena selama suku bunga belum turun maka *negative spread* tetap akan berlangsung. Makin lama *negative spread* berarti potensi bank mengalami kerugian makin besar. Setelah dalam posisi menunggu perkembangan selama  $\pm 3$  (tiga) hari setelah pengumuman yang ditunjukkan dengan tidak terjadinya pergerakan AActR yang cukup berarti sampai  $t+4$ , akhirnya pada tanggal 22 Maret 1999 ( $t+5$ ) terjadi reaksi negatif dari pelaku pasar, sehubungan dengan kenyataan bahwa bank-bank go public yang direkap sekalipun ternyata tetap tidak bisa melepaskan diri dari negative spread.

#### b. Market Return

Hasil perhitungan *market return* (MR) untuk masing-masing saham yang terdaftar di BEJ selama periode peristiwa (*event periode*) dapat dilihat pada lampiran B dan C, sedangkan gambaran pergerakan disajikan pada tabel 5.2 dan juga disajikan dalam bentuk grafik pada gambar 5.2 sebagai berikut :

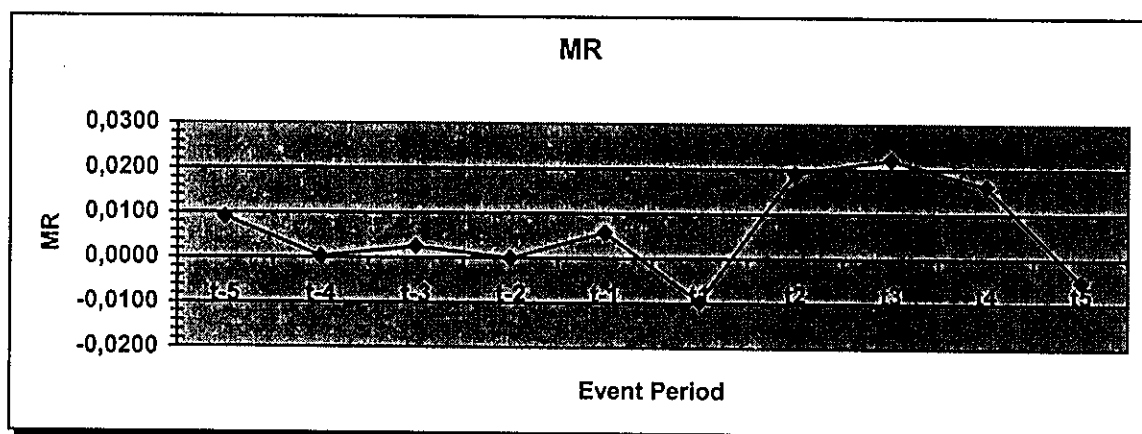
Tabel 5.2.  
Perkembangan Market Return (MR) Saham Bank-Bank Rekap  
Selama Event Period

Sebelum Peristiwa			Setelah Peristiwa		
t	Tanggal	Pergerakan MR	t	Tanggal	Pergerakan MR
-1	12-Mar-99	0,00571	1	15-Mar-99	-0,00963
-2	11-Mar-99	0,00000	2	16-Mar-99	0,01916
-3	10-Mar-99	0,00243	3	17-Mar-99	0,02221
-4	9-Mar-99	0,00030	4	18-Mar-99	0,01633
-5	8-Mar-99	0,00903	5	20-Mar-99	-0,00491

Sumber : Data diolah dengan SPSS

Dari data *market return* pada tabel 5.2 di atas, terlihat *market return* yang bernilai negatif (*negative market return*) dan *market return* yang bernilai positif (*positive market return*). *Market return* yang bernilai negatif mengidentifikasikan bahwa situasi perdagangan di bursa efek cenderung kurang bergairah atau tidak atraktif, sedangkan *market return* yang bernilai positif mengidentifikasikan bahwa situasi perdagangan di bursa efek pada periode tersebut atraktif.

Gambar 5.2.  
Perkembangan *Market Return* Saham di BEJ  
Selama *Event Period*



Gambar 5.2 memperlihatkan pergerakan *market return* selama periode estimasi berfluktuasi cukup tajam, fenomena ini tidak dapat dilepaskan dari sikap positif yang ditunjukkan oleh pelaku pasar terhadap Program Restrukturisasi Perbankan yang diumumkan pemerintah. Pengumuman pemerintah ini setidaknya dianggap sebagai angin segar yang menjanjikan bagi iklim investasi dan perbaikan sektor riil yang terpuruk akibat krisis sejak pertengahan 1997, sebab bagaimanapun restrukturisasi perekonomian secara keseluruhan



tidak dapat dilepaskan dari pembenahan sektor keuangan khususnya perbankan yang memegang fungsi *intermediary*.

c. Expected Return

Merupakan tingkat keuntungan yang diharapkan oleh investor atas investasi yang ditanamkannya. Dalam memproyeksikan tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*) atas suatu saham dengan mempergunakan market model, diperlukan perhitungan alpha dan beta yang merupakan koefisien yang digunakan untuk proyeksi dalam memperhitungkan *expected return*. Besarnya alpha dan beta ditetapkan dengan mempergunakan Ordinary Least Square (OLS), dengan return saham sebagai *variabel dependent* dan *market return* sebagai *variable independent*.

Untuk menghindari bias yang dapat ditimbulkan dari fluktuasi nilai beta, dipilih beta dengan periode estimasi yang mendekati *event periode*, yaitu selama selama 10 (sepuluh) hari pengamatan. Nilai alpha dan beta untuk masing-masing saham dengan periode estimasi selama 10 hari, disajikan pada tabel 5.3.

Tabel 5.3.  
Nilai alpha dan beta untuk periode estimasi 10 hari

No.	Saham	Alpha	Beta
1.	Bali	171,105	0,398
2.	BII	1210,249	-2,71
3.	BNI	-759,524	2,62
4.	Lippo	889,912	-0,84
5.	Niaga	357,077	-0,41
6.	Universal	282,456	-0,42

Sumber : Data diolah dengan SPSS

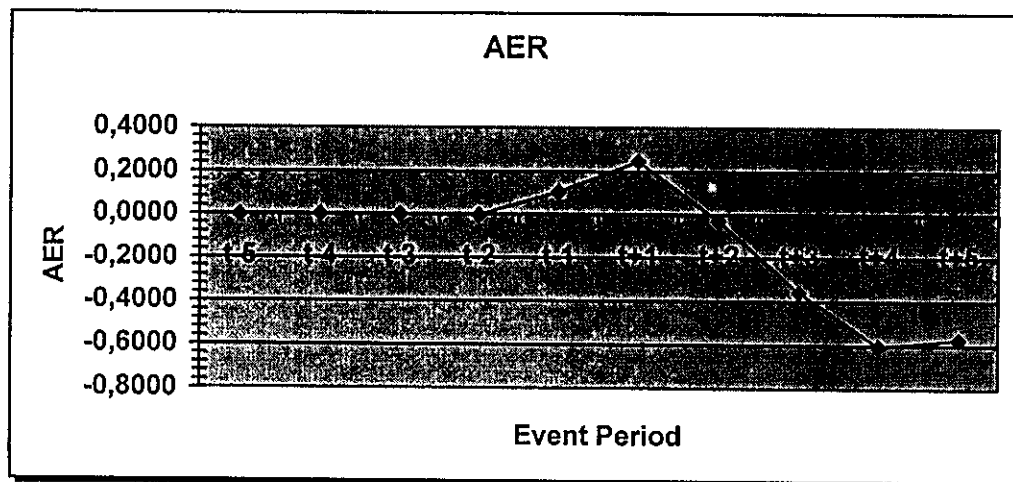
Dari tabel 5.3 diketahui terdapat saham dengan nilai beta yang positif maupun yang negatif, saham dengan nilai beta positif mengidentifikasi bahwa pengumuman Program Rekapitalisasi diperkirakan berpengaruh positif terhadap harga saham tersebut, sedangkan saham dengan nilai negatif berpengaruh sebaliknya. Dari tabel 5.3 tersebut diketahui bahwa sebagian besar saham-saham bank go public yang direkap selama periode pengamatan diperkirakan dipengaruhi secara negatif oleh event-event seputar pengumuman Program Rekapitalisasi.

Tabel 5.4  
Perkembangan Average Expected Return (AER) Saham Bank-Bank Rekap  
Selama Event Period

Sebelum Peristiwa			Setelah Peristiwa		
t	Tanggal	Pergerakan AER	t	Tanggal	Pergerakan AER
-1	12-Mar-99	0,10497	+1	15-Mar-99	0,24539
-2	11-Mar-99	0,00402	+2	16-Mar-99	-0,03138
-3	10-Mar-99	-0,00077	+3	17-Mar-99	-0,35831
-4	19-Mar-99	-0,00007	+4	18-Mar-99	-0,60410
-5	18-Mar-99	-0,00277	+5	20-Mar-99	-0,57381

Sumber : Data diolah dengan SPSS

Gambar 5.3.  
Perkembangan Average Expected Return (AER) Saham Bank-Bank Rekap  
Selama Event Period



Dari data AER dan pergerakannya seperti yang terlihat pada Tabel 5.4 dan Gambar 5.3, kelihatan bahwa pergerakan AER selama periode pengamatan cenderung berlawanan dengan pergerakan *market return*, hal ini dimungkinkan karena sebanyak empat dari enam saham-saham bank listed yang direkap (66,67%) mempunyai nilai beta yang negatif, artinya saham-saham tersebut diperkirakan terpengaruh secara negatif oleh pengumuman Program Rekapitalisasi yang akan diumumkan oleh Pemerintah.

Secara keseluruhan dari 60 expected return selama periode peristiwa (6 saham untuk 10 hari pengamatan), sebanyak 42 (60,00%) diantaranya mempunyai nilai expected return yang negatif, sedangkan sebanyak 18 (30%) sisanya mempunyai nilai expected return yang positif. Hal ini mengidentifikasikan bahwa investor cukup pesimis dalam mengekspektasikan kemungkinan memperoleh keuntungan apabila melakukan investasi pada saham bank-bank listed yang direkap pada periode peristiwa (event periode).

#### d. Abnormal Return

Merupakan selisih antara *actual return* dengan *expected return*. Hasil perhitungan *abnormal return* saham bank-bank listed yang direkap pada periode peristiwa (*event periode*), dapat dilihat pada lampiran, adapun gambaran pergerakan disajikan pada tabel 5.5 dan gambar 5.4 mengenai grafik *average abnormal return* (AAR) sebagai berikut :

Tabel 5.5  
Perkembangan Average Abnormal Return (AAR) Saham Bank-Bank Rekap  
Selama Event Period

Sebelum Peristiwa			Setelah Peristiwa		
t	Tanggal	Pergerakan AAR	t	Tanggal	Pergerakan AAR
-1	12-Mar-99	-0,02758	+1	15-Mar-99	-0,00867
-2	11-Mar-99	-0,00750	+2	16-Mar-99	0,01996
-3	10-Mar-99	0,01297	+3	17-Mar-99	0,03706
-4	9-Mar-99	-0,03833	+4	18-Mar-99	0,06249
-5	8-Mar-99	-0,00875	+5	20-Mar-99	-0,00132

Sumber : Data diolah dengan SPSS

Abnormal Return saham bank-bank listed yang direkap selama *event periode* memperlihatkan nilai positif dan negatif, abnormal return positif mengidentifikasikan bahwa actual return saham tersebut selama *event periode* lebih besar nilainya dibandingkan dengan *expected return* yang diprediksikan oleh para investor, sedangkan *abnormal return* negatif mengidentifikasikan bahwa actual return saham selama *event periode* lebih kecil dibandingkan dengan *expected return* yang diprediksikan oleh para investor.

Selama 2 (dua) hari bursa yaitu  $t_{-3}$  sampai  $t_{-1}$  serta pada  $t_5$  pergerakan average abnormal return bernilai negatif (menurun), dengan penurunan terbesar terjadi dari  $t_4$  ke  $t_5$  yaitu dari 0,6249 menjadi -0,0013 atau mengalami penurunan sebesar 100,21%. Sementara itu selama 3 (tiga) hari bursa yaitu  $t_{+1}$  sampai dengan  $t_{+4}$  pergerakan abnormal return bernilai positif (meningkat), dengan peningkatan terbesar terjadi dari  $t_{+3}$  ke  $t_{+4}$  yaitu dari 0,0371 menjadi 0,6249 atau meningkat sebesar 58,78%.

Pergerakan *average abnormal return* selama periode pengamatan sebagian besar dipengaruhi oleh peristiwa seputar pengumuman Program Rekapitalisasi bank oleh Pemerintah. Sebagai contoh pergerakan negatif antara  $t_{-3}$  sampai  $t_{-1}$  disebabkan sampai hari

terakhir perdagangan bursa menjelang pengumuman yaitu Jum'at tanggal 12 Maret 1999, belum ada kepastian mengenai jadi atau tidaknya Program Rekapitalisasi diumumkan oleh Pemerintah pada tanggal 13 Maret 1999 setelah dinyatakan ditunda pengumumannya pada tanggal 27 Februari 1999, serta belum juga terdapat kepastian mengenai nama-nama bank yang akan direkap, di take over atau dibekukan kegiatan usahanya.

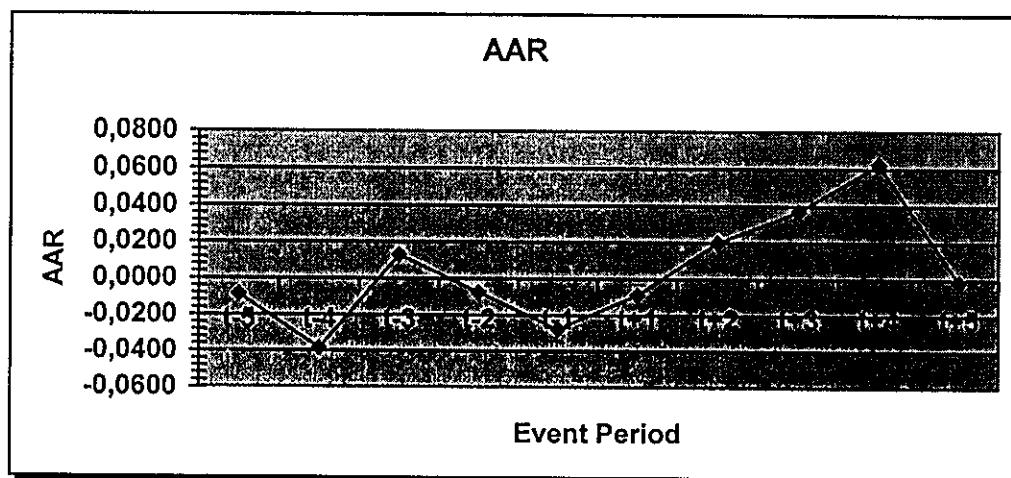
Setelah pengumuman Program Restrukturisasi Perbankan jadi dilakukan Pemerintah pada hari Sabtu tanggal 13 Maret 1999 yang meliputi bank-bank yang direkap, di-take over dan di-BBKU, maka pada hari pertama ( $t+1$ ) perdagangan saham setelah pengumuman yaitu Senin tanggal 15 Maret 1999 masih terjadi nilai abnormal return yang negatif dari saham-saham bank-bank Go Public yang direkap. Kondisi ini terjadi karena belum ada penjelasan resmi mengenai keuntungan dari bank-bank listed yang direkap dari pemerintah secara detail dan juga disebabkan secara umum perdagangan saham di BEJ terutama saham sektor perbankan masih dalam kondisi terkejut (*shock*) dengan pengumuman tersebut antara lain karena prediksi mereka tentang bank-bank yang di-BBKU banyak yang meleset dari yang diperkirakan sebelumnya.

Nilai abnormal return yang positif yang terjadi sejak  $t+2$  menunjukkan adanya pergerakan secara positif dari abnormal, seiring dengan mulai munculnya penjelasan resmi dari Pemerintah maupun kalangan swasta mengenai kelanjutan program rekapitalisasi bank, antara lain seperti yang dikatakan Umar Juoro (staf ahli Menkeu) dan Roy E Tirtadji (Presdir Bank Lippo) pada tanggal 16 Maret 1999 di Bisnis Indonesia yang menyatakan bahwa Pemerintah menaruh harapan besar kepada bank-bank rekap untuk pemulihan sektor riil. Dari pernyataan-pernyataan dimaksud ditangkap oleh pelaku pasar sebagai suatu hal yang positif

yang secara tidak langsung menyiratkan jaminan kelangsungan kehidupan bank-bank rekap ke depan.

Namun demikian akibat lain ditimbulkan oleh Program Rekapitalisasi yaitu adanya *negative spread* yang cenderung terus meningkat akibat naiknya suku bunga, mengakibatkan para pelaku bursa mulai “ragu” memegang saham perbankan termasuk saham bank listed yang direkap. Hal ini tercermin dari penurunan secara drastis (sebesar 100,21%) dari 0,6249 pada  $t_{+4}$  menjadi -0,0013 pada  $t_{+5}$ , walaupun secara kumulatif abnormal return yang terjadi masih positif seperti digambarkan pada Tabel 5.6 dan Gambar 5.5.

Gambar 5.4.  
Perkembangan Average Abnormal Return (AAR) Saham Bank-Bank Rekap  
Selama Event Period



e. Cumulative Average Abnormal Return (CAAR).

Merupakan jumlah secara kumulatif average abnormal return pada hari ke  $t$  selama *event periode*. Hasil perhitungan CAAR selama event periode disajikan pada Tabel 5.6 sebagai berikut :

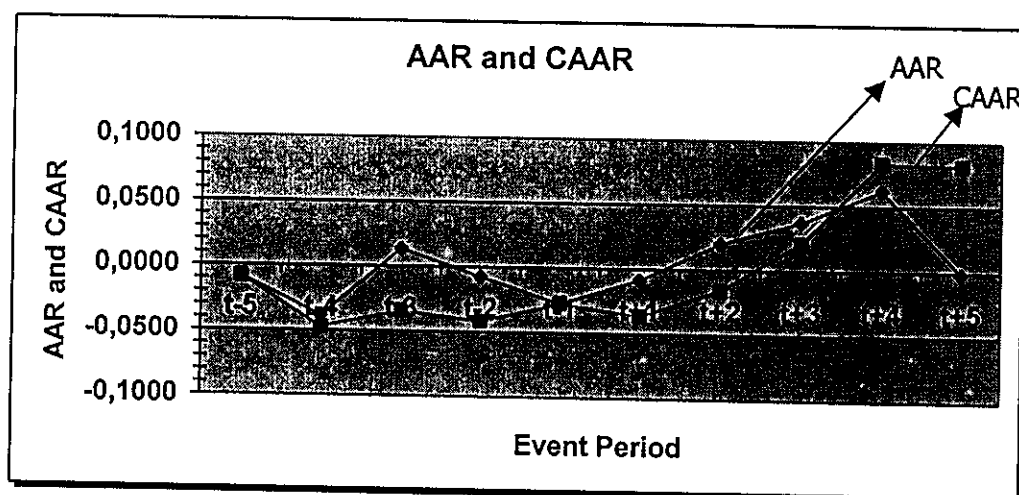
Tabel 5.6.  
Perkembangan Cummulative Average Abnormal Return (CAAR)  
Saham Bank-Bank Rekap Selama Event Period

Sebelum Peristiwa			Setelah Peristiwa		
t	Tanggal	Pergerakan CAAR	t	Tanggal	Pergerakan CAAR
-1	12-Mar-99	-0,02758	+1	15-Mar-99	-0,03625
-2	11-Mar-99	-0,04161	+2	16-Mar-99	-0,01629
-3	10-Mar-99	-0,03411	+3	17-Mar-99	0,02077
-4	9-Mar-99	-0,04708	+4	18-Mar-99	0,08326
-5	8-Mar-99	-0,00875	+5	20-Mar-99	0,08194

Sumber : Data diolah dengan SPSS

Pergerakan dari CAAR apabila dibandingkan dengan AAR dapat dilihat pada Gambar 5.5, sebagai berikut :

Gambar 5.5.  
Perkembangan Cummulative Average Abnormal Return (CAAR) dan Average Abnormal Return (AAR) Saham Bank-Bank Rekap Selama Event Period



Secara akumulasi pergerakan AAR selama 3 (tiga) hari bursa bernilai negatif yaitu  $t-1$  sampai dengan  $t+2$ , sedangkan pada  $t+3$  sampai dengan  $t+5$  bernilai positif.

Pengujian terhadap ada atau tidaknya reaksi pasar modal terhadap pengumuman Program Rekapitalisasi dilakukan melalui pengamatan terhadap pergerakan AAR dan CAAR pada event periode seperti digambarkan tersebut, setelah itu dilakukan pengujian statistik apakah terdapat perbedaan abnormal return antara sebelum dan setelah peristiwa.

#### 5.1.2. Pengujian secara statistik terhadap abnormal return

Untuk menguji perbedaan abnormal return sebelum dan setelah pengumuman Program Rekapitalisasi secara statistik dilakukan dengan menggunakan aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS. Pengujian ini dilakukan bersamaan dengan pengujian terhadap variabel dalam hipotesis dua yaitu aktivitas volume perdagangan (Trade Volume Activity-TVA), yang analisis pengolahan data dan pembahasannya akan kami sajikan tersendiri pada butir 5.2. Adapun pengujian hipotesis I pengujian secara statistik tersebut dapat dilihat pada Lampiran D (uji secara simultan).

Pengujian terhadap dua variabel tersebut dilakukan dalam dua tahap yaitu pengujian secara parsial dengan ANOVA dan pengujian secara simultan dengan MANOVA sebagai berikut :

##### a. Pengujian secara parsial dengan menggunakan Analysis of Variance (ANOVA).

Pengujian secara ANOVA ini bertujuan untuk mengetahui akibat dari peristiwa pengumuman Program Rekapitalisasi terhadap masing-masing variabel.

Pengujian secara ANOVA untuk hipotesis I dilakukan dalam 2 (dua) tahap pengujian sebagai berikut :



### 1). Test of Homogeneity of Variances

Analisis ini bertujuan untuk menguji berlaku atau tidaknya salah satu asumsi ANOVA yaitu apakah keenam sampel mempunyai variance yang sama. Alat ujinya adalah sebagai berikut :

- Jika probabilitas  $> 0,05$  maka  $H_0$  tidak dapat ditolak dan keenam sampel mempunyai variance yang sama.
- Jika probabilitas  $< 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak dan keenam sampel mempunyai variance yang berbeda.

Dari output SPSS terlihat bahwa F hitung dari Levene's Test sebesar 4.373 dengan probabilitas 0,063 atau berada di atas 0,05 maka kita tidak dapat menolak  $H_0$  yang berarti variance keenam sampel adalah sama. Hal ini memenuhi asumsi ANOVA sehingga analisis dapat dilanjutkan.

### 2). Analysis of Variance (ANOVA)

Analisis ini bertujuan untuk menguji apakah terjadi perbedaan abnormal return seputar pengumuman Program Rekapitalisasi, dengan hipotesis sebagai berikut :

$H_0$  : Tidak terjadi perbedaan abnormal return sebelum dan setelah pengumuman Program Rekapitalisasi.

$H_A$  : Terjadi perbedaan abnormal return sebelum dan setelah pengumuman Program Rekapitalisasi.

Pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan probabilitas sebagai berikut :

- Jika probabilitas  $> 0,05$  maka  $H_0$  tidak dapat ditolak dan tidak terjadi perbedaan abnormal return sebelum dan setelah pengumuman Program Rekapitalisasi.

- Jika probabilitas  $< 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak dan terjadi perbedaan abnormal return sebelum dan setelah pengumuman Program Rekapitalisasi.

Dari output SPSS, hasil Test of Between-Subjects Effects menunjukkan bahwa probabilitas sebesar 0,05, maka  $H_0$  dapat ditolak yang berarti terjadi perbedaan abnormal return sebelum dan setelah pengumuman Program Rekapitalisasi.

b. Pengujian secara simultan dengan menggunakan Multivariate Analysis of Variance (MANOVA).

Pengujian secara MANOVA merupakan pengujian secara simultan yang bertujuan untuk menguji kesamaan vektor dari rata-rata variabel dependen dari berbagai grup. Pengujian secara simultan dua variabel dimaksud digambarkan dalam kerangka berikut :

Pengujian secara MANOVA untuk hipotesis I dilakukan dalam 3 (tiga) tahap pengujian sebagai berikut :

1). Pengujian variance variabel independen.

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah keempat variance dari sampel dimaksud sama atau berbeda. Pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan hipotesis berikut :

$H_0$  : Keempat variance populasi adalah sama.

$H_1$  : Keempat variance populasi berbeda.

Alat analisis yang digunakan adalah Levene Test, dengan kriteria pengambilan keputusan sebagai berikut :

Pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan probabilitas sebagai berikut :

- Jika probabilitas  $> 0,05$  maka  $H_0$  tidak dapat ditolak.
- Jika probabilitas  $< 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak.

Dari output Levene Test terlihat bahwa probabilitas untuk *Abnormal Return* adalah 0,427. Karena probabilitas tersebut di atas 0,05 maka  $H_0$  tidak dapat ditolak. Berarti variance keenam sampel untuk *abnormal return* adalah sama.

## 2). Pengujian variance populasi secara keseluruhan (overall equivalence).

Hipotesis yang digunakan dalam pengujian adalah :

$H_0$  : Matriks variance/covariance dari variabel dependen pada group-group adalah sama.

$H_1$  : Matriks variance/covariance dari variabel dependen pada group-group berbeda.

Alat analisis yang digunakan adalah Box's M dengan dasar pengambilan keputusan :

- Jika probabilitas  $> 0,05$  maka  $H_0$  tidak dapat ditolak.
- Jika probabilitas  $< 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak dan menerima  $H_A$ .

Terlihat bahwa nilai Box's M adalah 6.984 dengan probabilitas 0,14, maka  $H_0$  tidak dapat ditolak yang berarti bahwa matriks variance/covariance dari variabel dependen dari group-group adalah sama, hal tersebut telah memenuhi asumsi MANOVA, sehingga analisis dapat diteruskan.

## 3). Pengujian dengan Multivariate Analysis of Variance (MANOVA).

Setelah uji ke-2 memenuhi asumsi MANOVA maka dapat dilakukan pengujian secara MANOVA yaitu dengan hipotesa :

H1 : Tidak terjadi perbedaan abnormal return sebelum dan setelah pengumuman Program Rekapitalisasi.

HA : Terjadi perbedaan abnormal return sebelum dan setelah pengumuman Program Rekapitalisasi.

Untuk pengambilan kesimpulan keputusan dianalisis dengan Pillai Trace, Wilk Lambda, Hotelling Trace, Roy's dan F Test, dengan dasar pengambilan keputusan sebagai berikut :

- Jika probabilitas  $> 0,05$  maka  $H_0$  tidak dapat ditolak.
- Jika probabilitas  $< 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak dan menerima  $H_A$ .

Pada *output Multivariate test* terlihat pada *REKAP* terlihat bahwa probabilitas abnormal return sebesar 0,018 atau tidak melebihi 0,05 sehingga dengan demikian dapat disimpulkan bahwa peristiwa Pengumuman Program Rekapitalisasi oleh Pemerintah pada tanggal 13 Maret 1999 menyebabkan perbedaan abnormal return sebelum dan setelah peristiwa. Hal ini disebabkan karena sampai satu hari menjelang pengumuman ( $t_1$ ) para investor belum mendapat kepastian mengenai jadi atau tidaknya pengumuman program Rekapitalisasi serta yang terpenting mengenai nama-nama bank yang akan diikuti atau tidak diikuti dalam program Rekapitalisasi. Jadi dalam hal ini pengumuman program Rekapitalisasi termasuk dalam jenis event dimana kandungan informasi belum dapat diprediksi oleh investor sebelumnya.

### 5.1.3 Pengujian secara statistik signifikansi harian Abnormal Return.

Untuk mengetahui signifikansi perbedaan abnormal return yang terjadi sehubungan dengan pengumuman Program Rekapitalisasi pada setiap hari pengamatan dilakukan pengujian signifikansi harian terhadap Abnormal Return.

Hasil pengujian signifikansi harian secara simultan (Manova) sebagaimana tabel

5.7. berikut :

Tabel 5.7.  
Hasil Pengujian Signifikansi Abnormal Return Harian

Hari ke t	Hasil Pengujian	
	Probabilitas	Signifikan/signifikan
t <sub>5</sub>	0,853	Tidak Signifikan
t <sub>4</sub>	0,848	Tidak Signifikan
t <sub>3</sub>	0,122	Tidak Signifikan
t <sub>2</sub>	0,642	Tidak Signifikan
t <sub>1</sub>	0,748	Tidak Signifikan
t <sub>+1</sub>	0,048	Signifikan
t <sub>+2</sub>	0,032	Signifikan
t <sub>+3</sub>	0,043	Signifikan
t <sub>+4</sub>	0,874	Tidak Signifikan
t <sub>+5</sub>	0,031	Signifikan

Sumber : Data diolah dengan SPSS

Dari hasil pengujian dimaksud terlihat bahwa walaupun terjadi perbedaan yang signifikan abnormal return sebelum dan setelah pengumuman program Rekapitalisasi, namun secara dari pengamatan secara harian ternyata perbedaan yang signifikan tersebut hanya terjadi pada saat setelah pengumuman yaitu t<sub>+1</sub> sampai dengan t<sub>+3</sub>, sempat tidak signifikan pada t<sub>+4</sub> untuk selanjutnya kembali signifikan pada t<sub>+5</sub>. Hal tersebut menunjukkan bahwa reaksi positif yang ditunjukkan investor dalam bentuk *actual return* saham-saham bank go

public yang direkap setelah pengumuman program Rekap ternyata berbeda dengan sikap pesimis yang ditunjukkan dalam *expected return* pada periode yang sama, hal ini akhirnya mendatangkan menimbulkan abnormal return yang signifikan. Penyebab utama dari kondisi ini adalah kenyataan bahwa dengan pengumuman program Rekapitalisasi setidaknya untuk sementara investor sudah dapat gambaran tentang bank-bank go public yang bakalan tetap bertahan, walaupun diyakini juga bahwa suatu saat bank-bank go public yang direkap tersebut akan terganggu kinerjanya oleh ancaman kerugian akibat negative spread yang terus menghantui perbankan sejak krisis pertengahan tahun 1997 seperti ditunjukkan oleh investor dengan perbedaan abnormal return yang tidak signifikan pada  $t_{+4}$ .

## **5.2. Pengujian Terhadap Volume Perdagangan Saham**

Pengujian terhadap fluktuatif perdagangan saham (TVA), dilakukan dengan menggunakan hasil pengolahan data berupa perkembangan volume perdagangan saham dari keenam bank listed yang direkap pada sekitar peristiwa, yang tercermin dari perkembangan rata-rata TVA (Average Trade Volume Activity-ATVA).

### **5.2.1. Pengamatan terhadap rata-rata aktivitas volume perdagangan saham (ATVA).**

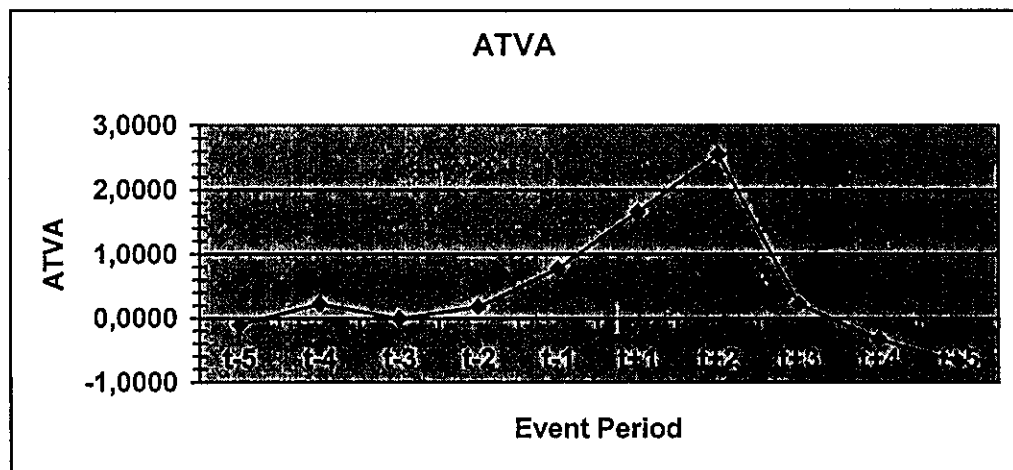
Perkembangan dari ATVA dapat dilihat pada lampiran C, adapun gambaran perkembangan disajikan pada tabel 5.8. dan pada gambar 5.6. mengenai grafik perkembangan ATVA Saham Bank-Bank Rekap Selama Event Period sebagai berikut :

Tabel 5.8.  
Perkembangan Average Trade Volume Activity (ATVA) Saham  
Bank-Bank Rekap Selama Event Period

Sebelum Peristiwa			Setelah Peristiwa		
t	Tanggal	Pergerakan ATVA	t	Tanggal	Pergerakan ATVA
-1	12-Mar-99	0,0016	+1	15-Mar-99	-0,0024
-2			+2	16-Mar-99	0,0032
-3			+3	17-Mar-99	0,0011
-4			+4	18-Mar-99	0,0006
-5			+5	20-Mar-99	0,0005

Sumber : Data diolah dengan SPSS

Gambar 5.6.  
Perkembangan Average Trade Volume Activity (ATVA) Saham  
Bank-Bank Rekap Selama Event Period



Dari gambar 5.6 tersebut terlihat bahwa terjadi pertumbuhan aktivitas volume perdagangan setelah diumumkannya program Rekapitalisasi seperti yang tercermin pada  $t_{+1}$  dan  $t_{+2}$ , hal ini disebabkan karena dengan dimumkannya program Rekapitalisasi para investor dari saham-saham go Publik yang direkap setidaknya mempunyai keyakinan bahwa bank-bank tersebut merupakan bank-bank yang akan bertahan, walaupun tetap ada keraguan

sehubungan potensi kerugian akibat *negative spread* yang terus mengancam sebagaimana diperlihatkan dengan penurunan aktivitas volume perdagangan yang mulai menurun sejak  $t_{+2}$ .

#### 5.2.2 Pengujian secara statistik terhadap aktivitas rata-rata volume perdagangan.

Untuk menguji perbedaan aktivitas Aktivitas Volume Perdagangan (Trade Volume Activity-TVA) sebelum dan setelah pengumuman Program Rekapitalisasi secara statistik dilakukan dengan menggunakan aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS. Pengujian ini dilakukan bersamaan (simultan) dengan pengujian terhadap variabel dalam hipotesis satu yaitu AR. Adapun pengujian hipotesis II pengujian secara statistik tersebut dapat dilihat pada Lampiran D (uji secara simultan).

Sama halnya dengan AR, pengujian secara simultan dilakukan dalam dua tahap yaitu pengujian secara parsial dengan ANOVA dan pengujian secara simultan dengan MANOVA sebagai berikut :

##### b. Pengujian secara parsial dengan menggunakan Analysis of Variance (ANOVA).

Pengujian secara ANOVA ini bertujuan untuk mengetahui akibat dari peristiwa pengumuman Program Rekapitalisasi terhadap masing-masing variabel.

Pengujian secara ANOVA untuk hipotesis II dilakukan dalam 2 (dua) tahap pengujian sebagai berikut :



### 1). Test of Homogeneity of Variances

Analisis ini bertujuan untuk menguji berlaku atau tidaknya salah satu asumsi ANOVA yaitu apakah keenam sampel mempunyai variance yang sama. Alat ujinya adalah sebagai berikut :

- Jika probabilitas  $> 0,05$  maka  $H_0$  tidak dapat ditolak dan keenam sampel mempunyai variance yang sama.
- Jika probabilitas  $< 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak dan keenam sampel mempunyai variance yang berbeda.

Dari output SPSS terlihat bahwa F hitung dari Levene's Tets sebesar 4.373 dengan probabilitas 0,063 atau berada di atas 0,05 maka kita tidak dapat menolak  $H_0$  yang berarti variance keenam sampel adalah sama. Hal ini memenuhi asumsi ANOVA sehingga analisis dapat dilanjutkan.

### 2). Analysis of Variance (ANOVA)

Analisis ini bertujuan untuk menguji apakah terjadi fluktuasi perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman Program Rekapitalisasi, dengan hipotesis sebagai berikut :

$H_0$  : Tidak terjadi fluktuasi perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman Program Rekapitalisasi.

$H_A$  : Terjadi fluktuasi perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman Program Rekapitalisasi.

Pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan probabilitas sebagai berikut :

- Jika probabilitas  $> 0,05$  maka  $H_0$  tidak dapat ditolak dan tidak terjadi fluktuasi perdagangan saham bank-bank rekap sebelum dan setelah pengumuman Program Rekapitalisasi.
- Jika probabilitas  $< 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak dan terjadi fluktuasi perdagangan saham bank-bank rekap sebelum dan setelah pengumuman Program Rekapitalisasi.

Dari output SPSS, hasil Test of Between-Subjects Effects menunjukkan bahwa probabilitas sebesar 0,046 atau lebih kecil dari 0,05, maka  $H_0$  dapat ditolak yang berarti terjadi fluktuasi perdagangan saham sebelum dan setelah pengumuman Program Rekapitalisasi.

b. Pengujian secara simultan dengan menggunakan Multivariate Analysis of Variance (MANOVA).

Pengujian secara MANOVA merupakan pengujian secara simultan yang bertujuan untuk menguji kesamaan vektor dari rata-rata variabel dependen dari berbagai grup. Pengujian secara simultan dua variabel dimaksud digambarkan dalam kerangka berikut :

Pengujian secara MANOVA untuk hipotesis II dilakukan dalam 3 (tiga) tahap pengujian sebagai berikut :

1). Pengujian variance variabel independen.

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah keenam variance dari sampel dimaksud sama atau berbeda. Pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan hioetesis berikut :

$H_0$  : Keempat variance populasi adalah sama.

H1 : Keempat variance populasi berbeda.

Alat analisis yang digunakan adalah Levene Test, dengan kriteria pengambilan keputusan sebagai berikut :

Pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan probabilitas sebagai berikut :

- Jika probabilitas  $> 0,05$  maka  $H_0$  tidak dapat ditolak.
- Jika probabilitas  $< 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak.

Dari output Levene Test terlihat bahwa probabilitas untuk TVA adalah 0,063. Karena probabilitas tersebut di atas 0,05 maka  $H_0$  tidak dapat ditolak. Berarti variance keenam sampel baik untuk TVA adalah sama.

## 2). Pengujian variance populasi secara keseluruhan (overall equivalence).

Hipotesis yang digunakan dalam pengujian adalah :

$H_0$  : Matriks variance/covariance dari variabel dependen pada group-group adalah sama.

$H_1$  : Matrik variance/covariance dari variabel dependen pada group-group berbeda.

Alat analisis yang digunakan adalah Box's M dengan dasar pengambilan keputusan :

- Jika probabilitas  $> 0,05$  maka  $H_0$  tidak dapat ditolak.
- Jika probabilitas  $< 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak dan menerima  $H_A$ .

Terlihat bahwa nilai Box's M adalah 6.984 dengan probabilitas 0,14, maka  $H_0$  tidak dapat ditolak yang berarti bahwa matrik variance/covariance dari variabel dependen dari group-group adalah sama, hal tersebut telah memenuhi asumsi MANOVA, sehingga analisis dapat diteruskan.

### 3). Pengujian dengan Multivariate Anaysis of Variance (MANOVA).

Setelah uji ke 2 memenuhi asumsi MANOVA maka dapat dilakukan pengujian secara MANOVA yaitu dengan hipotesa :

H1 : Tidak terjadi fluktuasi perdagangan saham bank-bank rekap sebelum dan setelah pengumuman Program Rekapitalisasi.

HA : Terjadi perbedaan fluktuasi perdagangan saham bank-bank rekap sebelum dan setelah pengumuman Program Rekapitalisasi.

Untuk pengambilan kesimpulan keputusan dianalisis dengan Pillai Trace, Wilk Lambda, Hotelling Trace, Roy's dan F Test, dengan dasar pengambilan keputusan sebagai berikut :

- Jika probabilitas  $> 0,05$  maka  $H_0$  tidak dapat ditolak.
- Jika probabilitas  $< 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak dan menerima  $H_A$ .

Pada *output Multivariate test* terlihat pada *REKAP* terlihat bahwa probabilitas untuk kedua variabel dependend (*Abnormal Return dan TVA*) sebesar 0,18 artinya tidak melebihi 0,05 sehingga dengan demikian dapat disimpulkan bahwa peristiwa Pengumuman Program Rekapitalisasi oleh Pemerintah pada tanggal 13 Maret 1999 menyebabkan fluktuasi perdagangan saham sebelum dan setelah peristiwa. Hal ini disebabkan oleh adanya keyakinan investor bahwa bank-bank go publik yang dinyatakan sebagai peserta program Rekapitalisasi tersebut merupakan bank-bank yang akan bertahan dari imbas krisis ekonomi yang masih belum berakhir.

### 5.2.3 Pengujian secara statistik signifikansi harian ATVA.

Untuk mengetahui signifikansi perbedaan aktivitas volume perdagangan saham yang terjadi sehubungan dengan pengumuman Program Rekapitalisasi pada setiap hari pengamatan dilakukan pengujian signifikansi harian terhadap ATVA tersebut.

Hasil pengujian signifikansi harian secara simultan (Manova) sebagaimana tabel 5.9. berikut ini :

Tabel 5.9  
Hasil Pengujian Signifikansi Aktivitas Volume Perdagangan

Hari ke t	Hasil Pengujian	
	Probabilitas	Signifikan/signifikan
t <sub>-5</sub>	0.700	Tidak Signifikan
t <sub>-4</sub>	0,030	Signifikan
t <sub>-3</sub>	0.786	Tidak Signifikan
t <sub>-2</sub>	0,030	Signifikan
t <sub>-1</sub>	0.748	Tidak Signifikan
t <sub>+1</sub>	0,028	Signifikan
t <sub>+2</sub>	0,032	Signifikan
t <sub>+3</sub>	0,035	Signifikan
t <sub>+4</sub>	0.707	Tidak Signifikan
t <sub>+5</sub>	0.710	Signifikan

Sumber : Data diolah dengan SPSS

Dari hasil pengujian dimaknai terlihat bahwa walaupun pengumuman program Rekapitalisasi ( $t_0$ ) baru dilakukan pada tanggal 13 Maret 1999, namun fluktuasi aktivitas volume perdagangan saham bank-bank publik yang direkap sebenarnya sudah mulai terasa sejak tiga hari sebelum pengumuman. Hal ini bisa terjadi merupakan pencerminan dari tanggapan investor terhadap pemberitaan gencar di media massa mengenai program Rekapitalisasi, yang antara lain berisikan prediksi mengenai bank-bank yang akan diselamatkan melalui program Rekapitalisasi serta maksud dari program Rekapitalisasi itu sendiri, walaupun kepastiannya sendiri baru akan disampaikan oleh Pemerintah pada saat pengumuman program Rekapitalisasi.

## **BAB VI**

### **KESIMPULAN DAN SARAN**

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh dari pengumuman Program Rekapitalisasi perbankan pada tanggal 12 Maret 1999 terhadap bank-bank listed yang diikuti dalam Perjanjian Rekapitalisasi tersebut. Pengaruh tersebut dilihat baik dari abnormal return maupun dari aktivitas perdagangan yang terjadi dengan mengacu kepada hasil pengolahan data yang terjadi, pengujian signifikansi secara statistik serta memperhatikan hasil-hasil penelitian terdahulu. Pada akhir penelitian ini akan disajikan kesimpulan dan saran serta keterbatasan penelitian sebagai berikut :

#### **6.1. Kesimpulan**

Dari hasil pengolahan data dan pengujian secara statistik perkembangan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dapat diketahui bahwa telah terjadi pengaruh yang signifikan terhadap harga dan volume perdagangan 6 (enam) saham bank-bank listed yang diikuti pemerintah dalam Program Rekapitalisasi yang diumumkan tanggal 13 Maret 1999. Pengaruh terhadap harga saham dan volume perdagangan dimaksud dibuktikan dengan abnormal return dan fluktuasi aktivitas perdagangan saham yang terjadi selama 10 (sepuluh) hari pengamatan seputar peristiwa pengumuman tersebut. Walaupun dari pengujian secara parsial maupun secara simultan terhadap 2 (dua) variabel skala metrik tersebut yaitu abnormal return dan fluktuasi aktivitas perdagangan saham, terbukti secara statistik peristiwa pengumuman Program Rekapitalisasi tanggal 13 Maret 1999 menyebabkan perbedaan abnormal return sebelum dan sesudah pengumuman serta menyebabkan fluktuasi perdagangan saham, namun

dari pengujian secara harian diketahui bahwa pengaruh tersebut tidak terjadi pada keseluruhan dari kesepeuluh hari pengamatan.

Dengan adanya pengaruh yang signifikan dari peristiwa pengumuman Program Rekapitalisasi terhadap abnormal return dan volume perdagangan saham tersebut, maka dapat diidentifikasi bahwa peristiwa pengumuman Program Rekapitalisasi termasuk dalam peristiwa dimana informasi belum dapat diantisipasi terlebih dahulu oleh investor.

## **6.2. Saran**

Berdasarkan hal-hal tersebut di atas, khususnya perihal kesimpulan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari peristiwa pengumuman Program Rekapitalisasi terhadap harga dan volume perdagangan saham, dari hal ini terlihat bahwa para investor belum mendapat kandungan informasi yang terdistribusi secara merata mengenai program Rekapitalisasi, oleh karena itu di masa yang akan datang setiap investor diharapkan harus jeli mengamati setiap kebijakan yang akan diambil pemerintah terhadap perusahaan-perusahaan go publik, khususnya saham perbankan. Disamping itu Pemerintah perlu memperhatikan mengenai peran dari investor di lantai bursa dalam menumbuhkan kepercayaan masyarakat terhadap dunia perbankan nasional, mengingat melalui peran para investor tersebut, usaha Pemerintah khususnya dalam membentuk perbankan nasional yang kuat dari segi permodalan menjadi agak mudah.

Langkah-langkah nyata yang perlu diperhatikan pemerintah dalam merumuskan kebijakan terhadap perbankan terutama adalah kematangan konsep dan konsistensi dalam setiap publikasi dari kebijakan dimaksud, sehingga para investor khususnya dan pemakai jasa

perbankan umumnya dapat memprediksi dengan mudah arah yang ingin dituju pemerintah dalam menyehatkan perbankan nasional di masa yang akan datang.

### **6.3. Keterbatasan Penelitian**

Keterbatasan penelitian ini antara lain adalah :

1. Variabel dependen yang digunakan yaitu event pengumuman Program Rekapitalisasi belum dihubungkan dengan event-event lain terutama di bidang ekonomi (misalnya suku bunga atau nilai tukar) yang kemungkinan juga mempengaruhi harga dan aktivitas perdagangan saham dan kebetulan kembali berfluktuatif pada saat yang bersamaan dengan event pengumuman Program Rekapitalisasi tersebut.
2. Tujuan penelitian ini memang hanya meneliti pengaruh yang terjadi khusus terhadap bank-bank yang go publik yang menjadi objek langsung dari Program Rekapitalisasi, namun demikian tidak tertutup kemungkinan bahwa pengumuman Program Rekapitalisasi juga berpengaruh kepada harga dan volume perdagangan saham-saham perbankan yang bukan peserta Program Rekapitalisasi.



## DAFTAR REFERENSI

- Elton, Edwin J and Gruber, Martin J, 1995, **Modern Portofolio Theory and Investment Analysis**, 4 th ed. John Willey and Sons, page 650-657.
- Gatot Rustamadji, 2001, "Analisis Ekspektasi Investor di Bursa Efek Jakarta Terhadap Peristiwa Politik, *event study* Peristiwa Keputusan Memorandum DPR Dalam Kasus Bullogate dan Bruneigate", **Majalah Usahawan**, No. 08 TH XXX Agustus 2001, halaman 36-43
- Halim Alamsyah, 1998, "Restrukturisasi Perbankan dan Dampaknya Terhadap Kegiatan Ekonomi dan Pengendalian Moneter", **Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan**, Volume 1, Nomor 3, halaman 121-145
- Imam Ghozali, 2001, **Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS**, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, halaman 2-35.
- Indira dan Dadang, 1998, "Memprediksi Kondisi Perbankan Melalui Pendekatan Solvency Secara Dinamis", **Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan**, September : 161-184
- Jan Pieter Krahnem & Martin Weber, 2001, "Generally accepted rating principles : A primer", **Goethe Universitat Frankfurt, CFS Center for Financial Studies, Mertonstr, 17-21, D-600054 Frankfurt am Main, Germany**, page 4.
- Jauhar Arifin dan Zaki Baridwan, 1997, "Analisis hubungan antara polling saham unggulan sepekan Media Indonesia Dengan Perubahan Harga Saham di Bursa Efek Jakarta," **Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan**, September : 169-184.
- Jogiyanto H.M, 1998, **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**, edisi 2, September 2000, BPFE Yogyakarta, hal 37.
- Lukman Dendawijaya, 2001, **Manajemen Perbankan**, Ghalia Indonesia, Maret 2001 hal 199.
- Marwan Asri dan Faizal Arief 1998, "Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (Event Study Pada Peristiwa 27 Juli 1996)", **Kelola Gadjah Mada University Business Review**, Vol 7 No. 18, page 137-153.
- Bank Indonesia, 1999, "**Pelaksanaan Program Rekapitalisasi Bank Umum**", Surat Edaran Bank Indonesia No. 31/21/UPPB tanggal 9 Februari 1999.

- Bank Indonesia, 1997, **"Tata Cara Penilaian Kesehatan Bank Umum"**, Surat Keputusan Direksi Bank Indonesia No. 30/27/UPPB tanggal 1 April 1997.
- Ranjana Sahjwala & Paul Van den Bergh, 2000, "Supervisory Risk Assessment and Early Warning Systems", **Bank for International Settlements**, Basel, Switzerland, page 6-8.
- Robbert Ang, 1997, **The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market**, Mediasoft Indonesia, First Edition, page 21.6
- Rudi Santosa Irawan, 2000, **Prilaku Harga Saham Seputar Terpilihnya Gus Dur dan Megawati Sebagai Presiden dan Wakil Presiden Pada SU MPR 1999**, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan).
- Song, Moon H., Walkling, Ralf A., 2000, "Abnormal Returns to rivals of Acquisition targets : A test of the acquisition probability hypothesis", **Journal of Financial Economics**, No. 55 (2000), page 4.
- Suad Husnan, Mamduh M Hanafi dan Amin Wibowo, 1996, "Dampak Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap Variabilitas Tingkat Keuntungan", **Kelola Business Review** ed. 11/VI/1996.
- Tobias J. Moskowitz, 1999 "An Analysis of Risk and Pricing Anomalies", **Center for Research in Security Prices**, University of Chicago, Northwestern and Michigan, page 9.
- Tatiek Nurhayati, Mutaminah dan Siyatimah, 1999, "Reaksi Harga Saham di BEJ Terhadap Pengumuman Pengantian Kepemimpinan Soeharto", **Jurnal Bisnis Strategi**, Vol 4, No. 2, Desember, hal 25-39.
- Timothy W Koch & S. Scott Mac Donald, 1999, **Bank Management**, 4 th Edition, The Dryden Press, Harcourt College Publishers, August 1999, page 60 & 522
- Zainuddin dan Jogoyanto Hartono, 1999, "Manfaat Rasio Keuangan dalam Memprediksi Pertumbuhan Laba : Suatu Studi Empiris pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta", **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 2, No. 1, hal 65-90.